



O IMPACTO DA ADESÃO À UNIÃO EUROPEIA E AO EURO NAS CARTEIRAS DE AÇÕES DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EUROPEUS

por

João Ricardo Batista de Martins Pacheco

Dissertação de Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientada por:

Professora Doutora Ana Paula de Sousa Freitas Madureira Serra

Professor Doutor Carlos Francisco Ferreira Alves

2013

Nota Biográfica

Natural do Porto, ano de 1982, quatro anos antes da entrada de Portugal para a CEE, comecei a minha vida e o meu percurso escolar na cidade do Porto.

A minha licenciatura em Engenharia Civil pela Faculdade de Engenharia da Universidade do Porto (FEUP) em 2006 marca o início do meu percurso profissional, primeiro como projectista e consultor de engenharia civil e depois, como coordenador de equipas e gestor de projecto. A exigência técnica dessa área de actividade e o desejo de crescer profissionalmente levaram-me durante este período à frequência de várias formações, das quais destaco uma pós-Graduação em Investimento Imobiliário reconhecida pela CMVM, e o mestrado em Engenharia Civil, novamente na FEUP. Envolvido num sector de actividade atravessado por uma crise profunda e empenhado em superar desafios, mudei de local e de âmbito de trabalho, de funções e de responsabilidades, mas mantendo sempre a gestão de novos projectos como o centro da minha actividade.

Esta insistência levou-me a perceber que a minha maior valia e principal motivação profissional estavam na gestão de novos projectos, no planeamento, e na participação e promoção de projectos inovadores. Surgiu então como natural a procura de uma formação sólida, teórica e prática, nas áreas da economia e gestão, e encontrei-a no Mestrado em Economia e Administração de Empresas da Faculdade de Economia do Porto.

Tendo já terminada a parte curricular deste curso com média de 17 valores, deixo por agora esta página em aberto, com a sincera expectativa de que esta dissertação seja, mais do que o corolário de um curso, o início de uma nova e proveitosa etapa na minha vida.

Agradecimentos

A todos aqueles que estão próximos, família, amigos, colegas, que pela boa disposição, conselhos, palavras amigas e por vezes infinita paciência, me ajudaram a superar este desafio.

Aos professores do mestrado por transmitirem o seu conhecimento e experiência, me motivaram a investir no curso e me despertaram o interesse pelas finanças e pelos mercados financeiros.

Ao professor Luís Delfim dos Santos que me auxiliou no tratamento econométrico dos dados.

Aos meus orientadores, a Professora Ana Paula Serra e o Professor Carlos Alves, pelo aconselhamento, orientação, rigor e constante incentivo e liberdade para explorar e desenvolver o tema.

Resumo

Esta investigação pretende avaliar os efeitos das adesões à União Europeia e ao Euro, na composição das carteiras dos fundos de investimento europeus, focando-se no países aderentes à UE entre 2004 e 2007.

Parte-se da análise de uma amostra de 1618 fundos de investimento europeus, obtida a partir da Thomson Reuters One Banker, e respectivas posições acionistas no período entre Março de 1997 e Junho de 2011, numa base trimestral.

O trabalho consubstancia-se na utilização de duas metodologias distintas. A primeira, de estudo de eventos, mede os efeitos imediatos aquando dos processos de adesão e a sua significância estatística. A segunda é a extensão de um modelo gravitacional às posições dos fundos no investimento nos países aderentes e estimar, para além do impacto de adesão, as alterações nos determinantes do investimento internacional motivadas pela adesão.

Conclui-se pela não relevância dos momentos de adesão na definição das carteiras de investimento dos fundos dos países europeus. Observa-se também a mudança dos factores determinantes do investimento internacional nestes países após os processos de adesão. Realce para a redução da influência do factor distância, indiciando que a integração económica e financeira poderá reduzir os custos de transação e informação.

Palavras-Chave: fundos de investimento, UE, UME, modelo gravitacional, estudo de eventos

Classificação JEL: F36, G11, G14, G15, G23

Abstract

This research aims to evaluate the effects of European Union and European Monetary Union accessions on the investment funds portfolio, focusing on the UE accession countries between 2004 and 2007.

The analysis is supported on a sample of 1618 european investment funds positions from Thomson Reuters One Banker database during the period from March 1997 to June 2011, on a quarterly basis.

The work is embodied by the use of two different methodologies. First an event study to measure the immediate impacts caused by the accession process and their statistic significance. The second is an extension of a gravity model applied to funds positions on the adhering countries and estimate, besides de initial impacts, the changes in the determinants of international investment.

It concludes on the non-relevance of the adhesion moments to change the European funds portfolios. There is also observed a change on the funds determinants of internantional investment after the accession processes. Highlight for the weight reduction on the distance factor , suggesting that economic and financial integration can reduce transaction and information costs.

Keywords: mutual funds, financial integration, EU, EMU, gravity model, event study

JEL classification: F36, G11, G14, G15, G23

Índice

1. Introdução	1
2. Motivação e Revisão da Literatura.....	3
2.1. Motivação da Investigação.....	3
2.2. Investimento no Estrangeiro	4
2.2.1. Fundos de Investimento	9
2.2.2. <i>Homebias</i>	11
2.3. Espaços Económicos Comuns e Espaços Monetários Comuns	14
2.3.1. União Europeia - Espaço Económico Comum	14
2.3.2. Euro – Zona Monetária Comum	16
2.3.3. <i>EuroBias</i>	18
2.3.4. A experiência dos Novos Estados Membros	20
3. Metodologia e Base de Dados	23
3.1. Base de dados	23
3.2. Impacto da Adesão Através da Metodologia de Estudo de Eventos.....	30
3.3. Impacto da Adesão Usando uma Extensão do Modelo Gravitacional	34
4. Resultados.....	39
4.1. Impacto dos Eventos de Adesão	39
4.2. Determinantes do investimento estrangeiro de fundos de investimento antes e depois da adesão.....	45
5. Conclusão	52
Referências Bibliográficas	54
Anexo.....	59

Índice de Tabelas

Tabela 01: Descrição dos países e do número de fundos por país.....	25
Tabela 02.b: Variáveis explicadoras.....	26
Tabela 03: Estatísticas descritivas das variáveis.....	26
Tabela 04: Matriz de correlação de variáveis	27
Tabela 05.a: Datas de Assinatura dos Tratados de Adesão e de Adesão Efectiva dos NEM à União Europeia.....	33
Tabela 05.b: Datas de Assinatura dos Tratados de Adesão e de Adesão Efectiva dos NEM ao Euro	33
Tabela 06: modelo empírico 1 e respectivas especificações.....	36
Tabela 07: modelo empírico 2 e respectivas especificações.....	37
Tabela 08.a: Variável dependente.....	38
Tabela 08.b: Variáveis independentes contínuas.....	38
Tabela 08.c: Variáveis binárias (Dummy)	39
Tabela 09.a: Janela temporal 1 - Adesão à União Europeia	40
Tabela 09.b: Janela temporal 2 - Adesão à União Europeia.....	41
Tabela 10.a: Janela temporal 1 - Adesão ao Euro	43
Tabela 10.b: Janela temporal 2 - Adesão ao Euro	44
Tabela 11.a: Resultados empíricos. modelo empírico 1, Especificações A, B e C - Adesão à União Europeia.....	46
Tabela 11.b: Resultados empíricos. modelo empírico 1, Especificações A, B e C - Adesão ao Euro	48
Tabela 12: Resultados empíricos. modelo empírico 2, Especificações D - Adesão à UE e ao Euro	49
Tabela A1: Variáveis binárias (Dummy).....	60

Tabela A2.a: Janela de temporal 1 - Adesão à União Europeia. Resultados detalhados	61
Tabela A2.b: Janela de temporal 2 - Adesão à União Europeia. Resultados detalhados	62
Tabela A3.a: Janela de temporal 1 - Adesão ao Euro. Resultados detalhados	63
Tabela A3.b: Janela de temporal 2 - Adesão ao Euro. Resultados detalhados	64
Tabela A4.a: Resultados empíricos. modelo empírico 1. Adesão à União Europeia	65
Tabela A4.b: Resultados empíricos. Expressão Geral. Adesão ao Euro	66
Tabela A5: Resultados empíricos. modelo empírico 2. Adesão à UE e ao Euro.....	67

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução temporal em valor absoluto do total de activos sob gestão, segmentada por países de origem do investimento	28
Gráfico 2: Evolução temporal do peso do investimento externo, segmentada por países de origem do investimento	29
Gráfico 3: Evolução temporal do peso do investimento externo nos NEM, segmentada por países de origem do investimento	30

Índice de Abreviaturas

EUA – Estados Unidos da América

UE – União Europeia

UME – União Monetária Europeia

NEM – Novos estados membros

IDE – Investimento directo no estrangeiro

PI – Portfolio Investment

ETF – Exchange Traded Fund

NAFTA – North American Free Trade Agreement

AELC – Associação Europeia de Livre Comércio

PIB – Produto Interno Bruto

ERM-II – Exchange Rate Mechanism II

1. Introdução

Este trabalho de investigação incide sobre o comportamento dos fundos de investimento europeus nos novos países aderentes à União Europeia (UE) e à União Monetária (Euro), com o objectivo de perceber se a adesão à UE e ao Euro teve impacto na definição das carteiras de investimento dos fundos de investimento. Três questões de investigação são levantadas:

A adesão à União Europeia teve impacto nas posições dos fundos de investimentos Europeus nos novos países aderentes?

A adesão ao Euro teve impacto nas posições dos fundos de investimentos Europeus nos novos países aderentes?

Quais as variáveis que determinam os fluxos de investimento estrangeiro dos fundos de investimento para os novos países aderentes e se estas sofrem alterações nos períodos pré e pós adesão.

Para lhes dar resposta, usa-se a base de dados Thomson One Banker, da Thomson Reuters, que compreende as posições de 1618 fundos de investimento sediados no continente europeu, distribuídos por 15 países, referente a um horizonte temporal de 14 anos e meio – informação trimestral de Março de 1998 a Junho de 2011– e que abrange o período das adesões à União Europeia e ao Euro dos países de Leste e Balcãs, comumente chamados “Novos Estados Membros¹”. Este trabalho contribui para a literatura ao se focar exclusivamente no comportamento dos fundos de investimento europeus ao longo do processo de integração económico e monetário dos NEM.

O enquadramento teórico serve, para além de justificação e motivação do estudo, como termo de comparação para analisar e criticar os resultados encontrados. A literatura enquadra os factores que afectam o investimento no estrangeiro, em particular os determinantes para o investimento internacional dos fundos de investimento, e os desvios documentados empiricamente, com destaque para os fenómenos de *homebias* e

¹ Novos Estados Membros (NEM): compreendem a Bulgária, Chipre, República Checa, Estónia, Hungria, Lituânia, Letónia, Malta, Polónia, Eslováquia, Eslovénia e Roménia.

de *eurobias*. Importará perceber se este fenómeno de preferência por activos na zona Euro se estendeu aos NEM aderentes à União Monetária.

A investigação empírica divide-se em duas partes. Na primeira, através da adaptação da metodologia de estudo de eventos, avalia-se se a adesão à UE e ao Euro teve impacto na composição das carteiras de títulos dos fundos, pela consideração da alteração dos pesos dos investimentos nos países aderentes durante a respectiva janela de evento. Para os processos de adesão, quer à UE, quer ao Euro, foram consideradas duas janelas. Uma primeira janela considera o período entre o acordo formal do tratado de adesão e a adesão efectiva, sendo o período de estimação o ano anterior à assinatura do tratado de adesão. A segunda janela compreende o período entre a adesão efectiva e o trimestre seguinte, sendo o período de estimação definido como o ano imediatamente anterior a essa adesão.

Na segunda parte conduziu-se um estudo econométrico que avalia as variáveis que influenciam o investimento dos fundos de investimento nos NEM, e se há mudança nos coeficientes dessas variáveis resultado do processo de adesão. Para tal adopta-se uma extensão do modelo gravitacional aplicado às posições dos fundos, tendo como base de trabalho Roque (2013).

Os resultados dos testes do estudo de eventos indicam que não se observam variações significativas na tomada de posições dos fundos de investimento europeus nestes países aderentes em nenhuma das janelas analisadas. A segunda metodologia permite corroborar os resultados obtidos através do estudo de eventos, não se observando alterações significativas dos activos detidos por fundos de investimento em activos destes países durante a adesão.

Os determinantes do investimento internacional encontrados para estes investidores estão de acordo com a evidência empírica anterior, designadamente a distância entre países e a dimensão e o desenvolvimento dos mercados de capitais, nomeadamente o desenvolvimento do mercado de capitais de destino, como factor de atracção de investimento, e a dimensão do país de origem, como inibidor do investimento. Destaca-se a redução do peso da variável distância no período pós- adesão, indiciando tal como previsto, que a adesão permite reduzir os custos de transacção e de informação.

2. Motivação e Revisão da Literatura

2.1. Motivação da Investigação

Após os períodos de prosperidade económica na década de 90 e da primeira metade da década de 2000, a Europa tem vivido um período de muita turbulência. A crise financeira de 2008, com origem nos EUA, que se alastrou a todo o mundo e teve especial impacto nos países de Centro e Leste da Europa, e a crise da dívida soberana que afecta actualmente a Irlanda e os países do Sul da Europa são exemplos disso. Estes acontecimentos vieram pôr em causa a crença geral de que a pertença à União Europeia e à Moeda Única Europeia seriam garantia de estabilidade social e prosperidade económica.

Dados da Comissão Europeia (2010) identificam o superior grau de integração política, e económica e financeira na zona euro como os vectores para os investimentos transfronteiriços ocorridos, ao nível do investimento directo e indirecto e dos empréstimos interbancários. Referem ainda que o investimento estrangeiro dentro da UE é mais estável quando comparado com o investimento estrangeiro na Ásia, América Latina ou restantes países emergentes da Europa, sugerindo que adesão à União Europeia e à Zona Euro sejam potenciadores e estabilizadores da recepção do investimento externo.

A evidência empírica de que os mercados se mostram não eficientes e de que os investidores não se comportam como agentes racionais, leva também a questionar quais são os determinantes que induzem ou retraem o investimento internacional, e que os países procuram desenvolver de forma a atrair o investimento estrangeiro, e de que forma, e com que alcance, a adesão ao bloco económico ou monetário europeu vieram alterar a importância desses determinantes nas estratégias de investimento dos investidores institucionais.

Surge então esta oportunidade de avaliar o comportamento de um tipo de investidores internacionais, os fundos de investimento europeus, relativamente ao investimento nos NEM e daí compreender se os objectivos e expectativas dos processos de adesão foram

consideradas por estes investidores e se a pertença a estes espaços económicos teve impacto na estratégia de investimento desses investidores institucionais. Daqui surgem três questões de investigação:

Q1: *A adesão à União Europeia teve impacto nas posições dos fundos de investimentos Europeus nos novos países aderentes?*

Q2: *A adesão ao Euro teve impacto nas posições dos fundos de investimentos Europeus nos novos países aderentes?*

Q3: *Quais as variáveis que determinam os fluxos de investimento estrangeiro dos fundos de investimento para os novos países aderentes e se estas sofrem alterações nos períodos pré e pós adesão.*

2.2. Investimento no Estrangeiro

O investimento estrangeiro pode ser dividido em duas categorias: como investimento directo ou como investimento indirecto.

No investimento directo no estrangeiro (IDE), *Foreign Direct Investment* em inglês, o investidor supervisiona o seu investimento, tem acesso a informação em primeira mão e não necessita de basear o seu conhecimento sobre a empresa em relatórios financeiros emitidos por outrem – empresas de auditoria ou concelhos de administração a que não tem acesso. Por isto, no investimento directo os riscos de desinformação ou de expropriação por outros agentes com informação privilegiada são substancialmente reduzidos, Goldstein e Razin (2006).

Ao investimento indirecto, em carteiras de títulos mobiliários, corresponde o termo anglo-saxónico *portfolio investment* (doravante designado por PI). Nos investimentos em carteiras de títulos, tais como a compra de valores mobiliários em mercados secundários, o investidor apoia-se na informação pública disponível, tal como relatórios anuais ou recomendações de sociedades correctoras, para tomar as suas decisões de investimento, o que faz do investidor um agente externo.

Pode-se então dizer que uma distinção importante entre estes dois tipos de investimento é a maior ou menor capacidade de gerir e controlar as empresas em que se investe. Para efeitos estatísticos, se um investidor controla mais de 10% das acções de uma empresa, considera-se o investimento como directo. Contudo, a fronteira entre os dois conceitos é ténue e o termo *portfolio investment* é muitas vezes usado para as duas situações. Importa realçar que consoante as estratégias de investimento de cada fundo de investimento, este pode comportar-se como investidor directo ou indirecto e, inclusivamente poder passar de investidor directo a indirecto ou vice-versa, consoante a importância da sua posição accionista na empresa.

Um resumo bibliográfico detalhado e abrangente sobre os determinantes do IDE por todo o mundo pode ser encontrado em Blonigen (2005), podendo-se agrupar estes determinantes segundo três vectores principais: (i) determinantes ao nível do país, (ii) determinantes ao nível da indústria e (iii) determinantes ao nível das empresas.

Os primeiros têm a ver com factores económicos e políticos: estabilidade, grau de regulamentação e de força da lei, corrupção, dimensão do mercado, PIB, distância cultural, taxas de imposto, taxas de juro, custos de mão-de-obra ou custos de transporte. Ali *et al.* (2010) referem que a qualidade das instituições não tem impacto no IDE no sector primário, mas que têm um impacto positivo se no sector secundário e principalmente no terciário. Li e Resnick (2003), por sua vez, argumentam que as instituições democráticas podem atenuar o IDE na medida em que não protegem eventuais interesses monopolistas ou oligopolistas das empresas investidoras.

Os segundos têm a ver com o aumento de vendas, o aumento do número de empresas, a cooperação ou a concorrência entre empresas. Os terceiros, por fim, têm a ver com a protecção de patentes e a propriedade intelectual, de processos de fabrico ou da experiência e da existência de redes de empresas no país de destino.

O investimento do tipo IDE tem duas características diferentes do investimento em carteiras de títulos mobiliários. O investimento indirecto oferece maior liquidez e pode ser feito com horizontes de curto-prazo, mas não permite controlo sobre a gestão dos activos a que os títulos dizem respeito. Garibaldi *et al.* (2001) referem, por isso, que, apesar da alocação do IDE sobre diversos países ser bem explicada por condições

macroeconómicas iniciais dos países, já o investimento indirecto tem outros determinantes. Se o IDE é essencialmente conduzido por determinantes do país alvo, o PI é motivado por determinantes externos, como por exemplo o diferencial de taxas de juro.

Pelkmans e Casey (2003) mostram que o aumento do IDE melhora consideravelmente os *ratings* do país e que, apesar de com algum atraso, esta melhoria aumenta por sua vez a atractividade ao investimento estrangeiro, criando-se um círculo vicioso positivo. Isto provoca contudo rivalidade entre os vários países, desenvolvidos ou não, pela atracção dos capitais destinados a investimento directo. As próprias expectativas de crescimento futuro, referem os autores, servem de estímulo à atracção de mais IDE e materializam-se em crescimento e desenvolvimento económico.

Contudo, de todas as formas que o investimento internacional pode tomar, Levchenko e Mauro (2007) referem o investimento directo e investimento através de participações acionistas minoritárias como as formas mais estáveis de financiamento externo. De forma diferente, as carteiras de obrigações e os empréstimos bancários serão financiamento de curto prazo mais susceptíveis a inversões dos fluxos de investimentos. A identificação e caracterização dos investidores consoante a sua propensão para manter ou vender as suas posições nos mercados internacionais, quando em períodos de pressão nesses mercados, pode também ser compreendida à luz da recente literatura sobre *international financial multiplier*. Krugman (2008) ou Devereux e Yetman (2009), entre outros, mostram como os choques no património de um investidor numa determinada região podem resultar na venda forçada das posições desse investidor noutros mercados.

Regra geral, os fluxos de curto prazo, quer sejam carteiras de ações ou empréstimos de curto prazo, têm mostrado ser um forte indicador da vulnerabilidade externa e instabilidade financeira dos mercados emergentes. (Wildmann, 2011) O investimento directo e os empréstimos de longo prazo são vistos pelos governos como fontes mais fiáveis promoção de desenvolvimento económico a longo prazo.

Este preâmbulo pretende justificar os movimentos de investimento ou desinvestimento que se podem revelar na amostra e que poderão indiciar estratégias de curto prazo e de

forte mobilidade de capitais. Importará por isso compreender se os hipotéticos impactos nos investimentos dos fundos europeus nos NEM, levantados pelas questões de investigação, são resultado de estratégias de curto prazo, ou ao invés, se se traduziram em impactos permanentes nesses países.

Determinantes do investimento no estrangeiro

Outros autores, por exemplo Agénor (1998) e Fiess (2003), explicam os determinantes do investimento no estrangeiro através dos designados factores *push* e *pull*. Os factores *push* são determinantes externos dos fluxos de capital, tais como as taxas de juro ou os níveis de actividade económica nas economias que emprestam o dinheiro, que alteram a atractividade de investir no país de origem do capital. Os factores *pull* são determinantes domésticos dos países recetores desses fluxos. Ambos incluem factores económicos – taxas de juro domésticas, produtividade, taxa de crescimento do PIB – bem como factores institucionais – extensão da liberalização do mercado de capitais, protecção da propriedade privada, força da lei (Agénor, 1998).

Wildmann (2011) refere as reservas monetárias, a volatilidade da taxa de câmbio, o défice da balança corrente o aumento do crédito e o *rating* das dívidas soberanas como variáveis que afectam o comportamento dos investidores em carteiras de títulos em relação aos seus horizontes de curto prazo e resposta à instabilidade.

Pelkmans e Casey (2003) referem como principais determinantes para o risco de investimento num país estrangeiro o desenvolvimento do sector privado, o desenvolvimento industrial, a balança comercial, as reservas monetárias e o grau de corrupção.

O grau de desenvolvimento dos mercados financeiros é também apontado como determinante do investimento. Wildmann (2011) classifica-o segundo: (i) dimensão do mercado financeiro, (ii) eficiência do mercado e (iii), integração nos mercados globais.

O rácio entre a capitalização bolsista e o PIB é usado frequentemente como indicador de referência para medir a dimensão e o desenvolvimento de um mercado de capitais. A eficiência do mercado, por sua vez, contém diferentes dimensões, nomeadamente a

liquidez do mercado, aspecto mais relevante, as fricções do mercado e o impacto da eficiência da informação na definição de preço dos activos e na distribuição de retornos. Maior eficiência implicará maior liquidez, enquanto liquidez elevada, sozinha, pode conduzir a maior grau de especulação nos mercados (Wildmann, 2011). Os principais indicadores da fluidez de funcionamento do mercado de acções, apontados por vários autores – Portes e Rey (2005) ou Kalok *et al.* (2004) entre outros – são a dimensão (em valor) do mercado de acções, a abertura do mercado (medida como o rácio do volume de trocas no PIB), a eficiência das transacções e a distância geográfica aos investidores.

Vários estudos, como por exemplo Daude e Fratzscher (2006), reconhecem ainda que o investimento em carteiras de acções é mais sensível ao grau de desenvolvimento do mercado financeiro e à qualidade das instituições do país alvo. Kalok *et al.* (2004) enumeram como variáveis que afectam o investimento em activos estrangeiros o desenvolvimento económico, o controlo de capitais e a dimensão da participação acionista.

Relativamente aos países classificados como mercados emergentes, onde se incluíam à data os NEM, Harvey (1995) refere a baixa correlação destes mercados com os dos países desenvolvidos, identificando os mercados emergentes como alternativas para diversificação de risco. Odonnat e Rahmouni (2006), por sua vez, referem que os investidores tendem a estudar os países emergentes como um bloco e a não identificar determinantes individuais de investimento para cada um destes países.

É então objectivo desta investigação compreender não só quais os determinantes que regem o comportamento dos fundos de investimento, mas também se a adesão aos espaços económico e monetário comuns europeus provocaram alterações nesses determinantes. Este estudo todavia não prevê o seccionamento consoante o países de destino do investimento, cuja investigação poderá ser assunto para outro trabalho de investigação.

2.2.1. Fundos de Investimento

Os fundos de investimento são o veículo de investimento que servirá como base a este trabalho de investigação. A diversidade de formas que podem tomar leva à coexistência de várias formas de classificação. Uma forma clássica faz a distinção entre fundos abertos (*open-end*), fundos fechados (*closed-end*), fundos em unidades de participação (*unit investment trusts*) e ETF's (*exchange-traded*). Diferem no acesso que dão aos investidores para participar no fundo e na forma de negociação dos títulos de participação no fundo. A legislação é mais ou menos exigente consoante se destinem a público em geral, ou a investidores institucionais melhor informados ou com acesso a melhor informação.

A classificação também pode ser feita atendendo à forma como os fundos investem. Distinguem-se os que investem nos mercados monetários (*money-market*), em obrigações (*bond funds*) ou em acções (*stock* ou *equity-funds*). Há ainda os fundos híbridos que investem em títulos e activos de diferentes naturezas e os fundos de índices (*index-funds*) que se caracterizam por terem uma gestão passiva que se resume a replicar o movimento de determinado índice ou conjunto de índices bolsistas ou sectoriais. Os fundos também se distinguem consoante o risco com que investem.

É ainda comum nos fundos fazer-se a distinção, consoante a dimensão das empresas em que os fundos investem – por ordem crescente de capitalização bolsista: *micro cap*, *small cap*, *mid cap* e *large cap*. A definição dos valores de fronteira para catalogar a dimensão das empresas varia contudo de mercado para mercado. Relativamente às estratégias de investimento, muitos fundos colocam-se num espectro de estratégias entre valor e crescimento.

Apesar da amostra de fundos compreender a classificação dos fundos consoante a sua dimensão e estratégia de investimento, essa informação não está disponível para todos os fundos. Optou-se, então, por não se fazer uma investigação seccionando os fundos consoante o seu comportamento, estratégia anunciada ou dimensão. Os resultados a obter explicitaram o comportamento da indústria dos fundos de investimento europeus como um todo. Ressalva-se contudo a pertinência desse estudo e surge daqui uma pista para um trabalho posterior, nomeadamente a investigação dos determinantes e as

estratégias de investimento aquando destes processos de adesão nos fundos que anunciam estratégias de investimento nos mercados emergentes europeus. Outra possibilidade é o seccionamento do estudo conforme estratégias anunciadas de crescimento ou valor.

Realce ainda para outros factores, endógenos à própria gestão dos fundos e que podem condicionar as próprias estratégias de investimento. Desde factores intrínsecos ao decisor, como a idade, experiência passada, profissão, atitudes políticas (Greenwood e Nagel, 2009), passando por factores extrínsecos, como proximidade geográfica das empresas ou empresas pertencerem a países vizinhos. (Coval e Moskowitz, 2001)

Os menores custos de procura e obtenção de informação por parte dos investidores institucionais deveriam levar a critérios de investimento diferentes e mais sofisticados. Contudo, Lakonishok *et al.* (1992), encontram evidência de que estes investidores são influenciados por vários níveis de conflitos de agência. Uma estratégia para atrair clientes para os fundos de investimento é esses fundos trabalharem a par com um fundo de retalho já reconhecido, sendo os clientes atraídos pela marca de prestígio. Estes clientes serão investidores menos sofisticados ou mais propensos a incorrer em custos de agência e investem principalmente em pequenos fundos institucionais. James e Karceski (2006) referem que estes pequenos fundos institucionais, com pares de retalho, são aqueles onde se encontram maiores conflitos de agência.

Outra forma de compreender a diversidade de factores de selecção das carteiras de investimento é atender ao comportamento dos gestores de fundos. Estes desempenham um papel muito importante como intermediários nos mercados de capitais, sendo a sua principal responsabilidade a gestão de activos em nome dos seus clientes. Assim, as suas preferências de títulos em carteira devem estar de acordo, não só com as suas preferências, mas também com as preferências dos clientes. O próprio risco incorporado na carteira de investimento deve ir de encontro à estratégia de investimento do gestor e aos objectivos de risco e retorno dos investidores.

Há também evidência empírica de que os gestores profissionais são sujeitos aos mesmos desvios comportamentais que caracterizam os pequenos investidores individuais. Pool *et al.* (2012) referem que a familiaridade, típica dos investidores pouco informados,

como uma heurística pouco sofisticada que é também usada pelos gestores profissionais no processo de decisão de investimento. Outra explicação, sugerida por Lakonishok *et al.* (1992), é a de que os gestores muitas vezes fazem escolhas idênticas aos dos restantes gestores que parecem ter bons resultados no mercado para evitarem serem responsabilizados por eventuais maus resultados.

Pode-se concluir destes desvios comportamentais a possibilidade de enviesamento dos comportamentos esperados para os fundos de investimento nos NEM. Sai reforçada a pertinência do estudo do comportamento dos fundos, não só durante os momentos de adesão, mas também no período pós-adesão à União Europeia e à União Monetária, de modo a aferir da consistência temporal dos hipotéticos impactos iniciais. Decorre daqui a pertinência da terceira questão de investigação:

2.2.2. Homebias

French e Poterba (1991) encontram no início da década de 90 evidência de que o grau de diversificação nos mercados internacionais de acções era bastante baixo. Nesse trabalho, os autores calcularam a percentagem de acções domésticas, em relação ao total de acções, para uma série de países. Obtiveram os valores de 95,7%, 92,2%, 89,4% e 79,0% para o Japão, EUA, França e Reino Unido, respectivamente. Kalok *et al.* (2004) encontram evidência deste fenómeno num estudo relativo a 20.000 fundos mútuos domiciliados em 26 países desenvolvidos e Pool *et al.* (2012) referem que este fenómeno é extensível a todo o mundo.

A preferência por activos domésticos, *homebias* em inglês, é importante motivo de estudo dado que constringe a maximização da utilidade para os investidores e impede a expansão internacional das instituições financeiras. O fenómeno consiste na maior exposição a activos domésticos, em detrimento de activos estrangeiros.² Economicamente, este fenómeno limita a diversificação e as consequências são várias. Os constrangimentos em investimento estrangeiro reduzem o conjunto de oportunidades

² A partir da amostra de fundos disponível neste estudo, é possível identificar os *homebias* e a evolução destes para os vários países de origem dos fundos da amostra, durante o universo temporal da amostra. Esses resultados são apresentados à frente, no Gráfico 2, onde é representado o *bias* externo. Os valores do *homebias* podem ser calculados como $[100\% - \text{investimento externo}]$.

de investimento e a diversificação de risco. Reduz-se também a escolha aos investidores que pretendam investir em fundos domésticos mas que se queiram expor aos activos internacionais.

Vários modelos têm sido empregues para explicar esta preferência por activos domésticos. Modelos baseados nos custos de transacção ou no controlo de capitais foram já empregues e revelados pouco válidos, dado não enquadrarem correctamente a grande rotação internacional de activos. Outros modelos tentaram os constrangimentos institucionais, os desvios à paridade do poder de compra ou o risco de inflação, mas também falharam em explicar completamente o fenómeno. Os custos de transporte, associados aos custos de transacção nos mercados bolsistas, permitiram explicar em algumas situações o *homebias* (Hau e Rey, 2008). Observa-se contudo que o grau de *homebias* varia muito de fundo para fundo. Os mesmos autores identificam duas correlações positivas fortes: (i) entre a dimensão do fundo e o *homebias* e (ii) entre a dimensão do fundo e o número de países estrangeiros e de sectores diferentes onde investem.

A preferência por activos domésticos pode ser explicada de várias formas. As hipóteses aceites como mais relevantes são as vantagens de informação dos investidores sobre o seu mercado local e o fenómeno comportamental da familiaridade. Outras teorias passam pela lealdade e patriotismo (McQueen e Stenkrona, 2012).

Lane e Milesi-Feretti (2008) ou Portes e Rey (2005) usam com sucesso modelos gravitacionais, usualmente aplicados a trocas de bens, na explicação das transacções bilaterais de investimento em títulos mobiliários entre países. A conclusão é a de que a distância física condiciona negativamente os fluxos de investimento em títulos mobiliários. Nesse sentido a distância seria um bom indicador aproximado da informação.

Há alguma evidência empírica, por exemplo Kalok *et al.* (2004), de que o *homebias* é menos pronunciado em economias mais desenvolvidas e em países mais próximos do resto do mundo em termos de distância física ou de linguagem.

As trocas comerciais podem também servir como um indicador de proximidade para a informação. Quando os diversos parceiros comerciais de diferentes países trocam

informação, os fluxos de informação vão potenciar os investimentos em activos desses países. Ou seja, os fluxos de informação afectam positivamente as trocas financeiras e comerciais entre países, tornando-se as trocas de bens e as trocas de activos como que complementares (Aviat e Coeurdacier, 2005). Estes autores sustentam então que as trocas de bens reduzem as assimetrias de informação nos mercados financeiros. Justificam assim que os resultados encontrados nos modelos gravitacionais para troca de activos resultam dos fluxos de informação induzidos pelas trocas comerciais.

Da constatação de que os custos de informação e transacção se revelam um entrave à externalização do investimento, importa compreender se a adesão à UE e ao Euro, veio ou não eliminar ou reduzir esses obstáculos ao investimento.

2.3. Espaços Económicos Comuns e Espaços Monetários Comuns

2.3.1. União Europeia - Espaço Económico Comum

Alguns estudos recentes vêm demonstrar com sucesso a interligação que os fluxos comerciais livres permitidos com os acordos de livre comércio potenciam o desenvolvimento e a interligação económica entre os países. Barr *et al.* (2003), através de um modelo gravitacional, concluíram que os fluxos de capitais estão directamente relacionados com o produto (PIB) e o produto per capita e indirectamente com a distância. A existência de língua ou fronteiras comuns também é referenciada como potenciadores do comércio bilateral. Coeurdacier e Martin (2008) calcularam em 2008 as reduções dos custos de transação na União Europeia, obtendo reduções de 14% para as transacções de obrigações e de 17% para as acções, considerando apenas as liberalizações unilaterais dos países, adicionadas de reduções de 17% e 10%, para obrigações e acções respectivamente, considerando a UE como um todo. Os mesmos autores referem que as carteiras bilaterais de acções ou de empréstimos bancários são mais afectadas pelas trocas comerciais entre países do que as carteiras de obrigações. Sugerem para isso duas explicações: (i) de que as trocas comerciais são um indicador próximo para as trocas de informação entre países e portanto o aumento (diminuição) de trocas conduz a um aumento (diminuição) da informação, sendo esta informação muito importante para o investimento nos dois tipos de activos indicados; (ii) a compra de acções de uma empresa que compita com as firmas locais é uma boa forma de cobertura de risco contra as flutuações da actividade das empresas locais, logo quanto maiores forem as trocas comerciais, mais oportunidades de cobertura de risco existirão. Por sua vez, Aviat e Coeurdacier (2005) apresentam uma relação directa entre as trocas bilaterais e os empréstimos bilaterais entre países, e justificam da seguinte forma: como os credores externos não têm força jurídica para fazer a cobrança dos contratos de dívida, os credores usam as trocas comerciais como sanção.

No que aos NEM diz respeito, pode-se considerar como comparação a introdução da NAFTA³ nas províncias do Canadá. Um estudo de McCallum (1995) sobre os impactos da NAFTA relevou que as trocas comerciais destas províncias com os EUA, em relação às trocas entre províncias do próprio Canadá, passaram de apenas 1/20 antes da NAFTA para apenas 1/3 de diferença após o pleno funcionamento deste acordo.

Refira-se ainda que em estudos anteriores à adesão dos NEM, a exemplo de Boone e Maurel (1999), já se revelava uma forte relação entre os ciclos económicos dos NEM e dos países da UE, apesar de com significância diferente consoante a distância geográfica aos países de comparação. Então, os ciclos económicos alemães explicavam entre 55%, caso da Polónia, e 86%, caso da Hungria, dos ciclos económicos do posterior conjunto de NEM. No entanto os ciclos económicos destes países só eram explicados em 43% pelo desempenho da Espanha ou por 18% do da Itália.

Adam et al. (2002) referem que a integração financeira de um país integração na UE pode ser avaliada segundo:

1. Indicadores de integração dos mercados de crédito e obrigações;
2. Indicadores de integração dos mercados de acções;
3. Indicadores de integração baseados nas decisões económicas das famílias e das empresas;
4. Indicadores de diferenças institucionais que induzam à integração dos mercados financeiros.

Posteriormente, Abiad et al. (2009) mostram que na Europa a integração financeira tem um efeito positivo no crescimento económico, ao contrário do que observam no resto do mundo. Observam que os fluxos se dão dos países mais ricos para os mais pobres e que a forma como a integração financeira é conduzida na Europa poderá ser a responsável pelo sucesso económico, onde as profundas ligações entre os mercados de capitais reduzem os incentivos aos países para não cumprirem as suas obrigações com o exterior.

³ NAFTA: Tratado Norte-Americano de Livre Comércio, envolve os Estados Unidos da América (EUA), Canadá e México, e inclui o Chile como associado. Entrou em vigor em 1 de Janeiro de 1994.

Friedrich et al. (2010) coloca a hipótese de os mercados emergentes europeus, onde se integram os NEM, serem um caso único, concluindo positivamente que tal se deve à integração política. O mesmo autor refere que tal resulta num crescimento, a partir dos influxos de capital internacionais, muito superior ao observado nas outras partes do mundo. Relativamente a estes mercados de capitais dos países emergentes da Europa, Wildmann (2011) identifica dois principais motivos para o desenvolvimento destes mercados:

1. A melhoria dos mercados financeiros em termos de eficiência, integração e estabilidade nas últimas décadas, através da recente liberalização, novos produtos financeiros, melhoria da supervisão e regulação, plataformas comerciais mais eficientes e aumento da transparência nos novos mercados.
2. A mudança, nas últimas décadas, nos comportamentos dos investidores e dos bancos, orientados agora para os mercados de capitais e para a procura de valor nos investimentos. Isto traduziu-se na diversificação de activos e da procura de novos mercados para melhorar a competitividade global dos investidores.

Parece existir então consenso sobre o facto de a integração financeira conduzir ao desenvolvimento dos mercados financeiros e ao desenvolvimento económico. Existe contudo debate sobre a forma preferível que os fluxos de capitais devem tomar, sejam eles investimento directo, indirecto (em dívida ou acções) ou através de empréstimos bancários.

2.3.2. Euro – Zona Monetária Comum

Se no passado o *portfolio investment* era considerado um investimento de risco, o advento do Euro em 1999 fez desaparecer a taxa de câmbio entre estes países e reduziu a volatilidade da inflação nos países integrantes do Euro. Pretende-se, no longo prazo, que outros obstáculos ao investimento sejam reduzidos ou pelo menos vejam a sua volatilidade reduzida pela participação no Euro e UE, nomeadamente os custos de transacção e os riscos de crédito.

Focando-se no sistema padrão-ouro, Lopez Cordova e Meissner (2000) estimaram que a participação neste sistema permitiu aos países integrantes aumentar as trocas bilaterais em 60%. Rose (2000), por sua vez, estimou que a adesão a uma união monetária aproximadamente duplica as trocas bilaterais para com os países integrantes dessa união e que esse valor pode ser atingido cerca de três décadas após a adesão a essa união monetária. Esta análise teve contudo fortes críticas, como as de Parsley e Wei (2001) que referem que a análise de Rose se focou em países pobres e pequenos e que foi em muitos casos limitada a países que saíram dessa união em vez de se focar em países que a ela aderiram.

Aquando dos primeiros processos de adesão ao Euro, Bevan e Estrin (2000) estimavam que os principais factores de atracção do investimento estrangeiro na zona euro seriam o (grande) tamanho do mercado, a abundância de recursos naturais e a proximidade aos mercados dos países europeus. Referiam também a perspectiva da adesão à zona euro como factor de atracção de investimento estrangeiro nesses países, por propiciar de redes de empresas regionais.

Posteriormente, Micco et al. (2003) estimaram os impactos da união monetária na Europa com base nas trocas bilaterais entre países no período de 1980 a 2001. Com o recurso a um modelo gravitacional para análise das trocas bilaterais, concluíram que os países com maior comércio internacional são os que têm mais a ganhar com a entrada na união monetária, e que o aumento nas trocas comerciais se deu por antecipação ao compromisso de adesão. Os resultados foram um aumento de 9% no volume de vendas durante os anos de 1996 a 1999, data de adesão, em comparação com países fora do Euro. Note-se que estes valores são muito inferiores aos estimados por Rose (2000) que tinha feito as estimativas de crescimento baseadas no desempenho histórico de países emergentes. Criou-se por conseguinte o receio que o impacto de longo prazo da adesão ao Euro seja por conseguinte também inferior ao previsto inicialmente.

A maior integração económica na zona euro resultou na maior especialização na produção, reflectindo-se na maior segurança do retorno do investimento em vários países (Kalemli-Ozkan et al., 2003). Como resultado, o mercado financeiro da zona euro tornou-se mais independente dos mercados internacionais, apesar de, como referem os autores, os efeitos da especialização se fazerem sentir mais no mercados de

ações do que de obrigações. Kraus (2001) refere que esta especialização da produção em determinadas zonas produziram clusters a que designou de “super-sectores” e que, como consequência, exibem flutuações de produção similares e fazem com que os índices sectores sejam a força que lidera os retornos das bolsas de valores.

Barr et al. (2003) testaram um modelo gravitacional aplicado aos países da UE e da AELC⁴ para o período de 1978 a 2001, concluindo que a adesão ao Euro adicionava, já em 2003, em 24% o nível de trocas comerciais entre os estados membros. Modelos gravitacionais mais recentes concluíram, com recurso a projecções dinâmicas, que o Euro aumentou o comércio bilateral em 4% no primeiro ano, tendo como efeito de longo prazo um aumento estimado de 40% (Bun e Klassen, 2002).

Balli et al. (2010) confirma estes resultados ao concluir que, na zona euro, a redução do risco das carteiras de investimento é melhor alcançada pela diversificação por sectores do que pela diversificação por países.

2.3.3. *EuroBias*

Como consequência destes processos de integração, surgiu um novo fenómeno: o *Eurobias*, onde os investidores da zona euro tendem a deter, proporcionalmente, maiores porções de activos da zona euro em detrimento de outros activos internacionais. Como resultado, tem-se assistido a um decréscimo do *homebias* no acesso ao crédito e, excepção à Grécia, também nas posições dos fundos de investimento em todos os países do Euro. Este fenómeno foi primeiro identificado por Lane (2005), havendo estudos mais recentes que reforçam a evidência sobre este fenómeno, casos de Giofré (2008) ou Balli *et al.* (2008). Atente-se que o fenómeno é objeto de uma definição pouco rigorosa, dado que a existir um enviezamento, este teria de ser superior ao expectável numa carteira com todas as ações (carteira de mercado) em que os pesos das ações seriam ditados pela sua capitalização bolsista na carteira de mercado.

⁴ AELC: Associação Europeia de Livre Comércio, EFTA em inglês. Fundada em 1960 por países que não aderiram à CEE, compreendia o Reino Unido, Portugal, Áustria, Dinamarca, Noruega, Suécia e Suíça. Juntou-se a Finlândia em 1961, a Islândia em 1970 e o Liechtenstein em 1991. Actualmente compreende apenas a Noruega, Islândia, Suíça e Liechtenstein.

O aumento verificado das correlações cruzadas nas posições das carteiras de investimento pelos vários países da zona euro pode ser atribuído à integração e às reformas estruturais aos sistemas económicos e financeiros destes países. Contudo, Brooks e Negro (2004) sugerem duas explicações distintas: (i) o declínio do *homebias* nos países da zona euro; (ii) a diversificação das operações das vendas e financiamento das empresas a operar na zona euro. A segunda explicação sugere que as empresas ficaram mais expostas aos ciclos económicos da UE como um todo, fazendo com que os mercados de acções se movimentem de forma conjunta.

Investigações mais recentes têm sugerido outros factores responsáveis ou contribuintes para este fenómeno de *Eurobias*:

- Giofré (2008) encontra evidência de que os canais financeiros são responsáveis pela modelação das carteiras de acção. Lane e Milesi-Ferretti (2008) indicam por sua vez os mercados de bens e serviços como os responsáveis pela condução do fenómeno de *Eurobias*.

- Balli *et al.* (2010) identificam o declínio do risco de incumprimento e dos custos de transacção como os dois determinantes chave no aumento do *eurobias*.

- Por sua vez, De Santis e Gerard (2009) referem a eliminação do risco da taxa de câmbio nos países da zona euro, a criação de plataformas bolsistas comuns (casos da Euronext⁵ ou da MTS⁶) e a integração das infra-estruturas de mercado de pós-transacção.

Todos estes factores reduziram os custos de investimento na zona euro. De Santis e Gerard (2009) identificam inclusivamente o mesmo fenómeno de *eurobias*, se bem que em menor dimensão, em países fora do Euro como a Dinamarca, a Suécia e o Reino Unido.

Este fenómeno é especialmente relevante para este trabalho de investigação dado que a resposta à segunda questão de investigação, se “a adesão ao Euro tem impacto nas posições dos fundos de investimentos Europeus nos novos países aderentes?”, tem implícito o propagar do *Eurobias* aos novos países aderentes e se esse bias terá a mesma magnitude nestas adesões posteriores, caso em estudo dos NEM.

⁵ A Euronext resulta da fusão das bolsas de Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris.

⁶ A MTS é uma plataforma pan-Europeia para a transacção de títulos de rendimento fixo.

2.3.4. A experiência dos Novos Estados Membros

Em Dezembro de 1997, os responsáveis europeus começam oficialmente as conversações para a adesão de 10 países da Europa Central, Oriental e do Báltico: Bulgária, Eslováquia, Eslovénia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Polónia, República Checa e Roménia. Chipre e Malta começam também as negociações de adesão. Em Maio de 2004, com excepção da Roménia e Bulgária, estes países juntaram-se à União Europeia, passando a ser comumente designados por Novos Estados Membros (NEM). Este alargamento seria uma base para reformas estruturais e para a promoção do desenvolvimento e a prosperidade. Com a adesão dos NEM à União Europeia, surge a derrogativa da obrigatoriedade de participação na União Monetária europeia numa data futura.

As expectativas de crescimento destes países, a curto e longo prazo, e a volatilidade e incerteza do desempenho das economias, estão fortemente ligadas às orientações e constrangimentos definidos pelos critérios de convergência e adesão impostos aos NEM.

Têm surgido críticas à rigidez do sistema monetário, principalmente no que ao NEM diz respeito. As crises de 2007 e 2008 vieram dar voz a críticas antigas, como Dabrowski e Rostowski (2006), que então referiam que era necessário aos países com economias mais débeis, designadamente os NEM, a possibilidade de usar políticas monetárias para mitigar os efeitos de choques na procura (quer negativos quer positivos) e de políticas de taxa de câmbio para reduzir os efeitos de choques negativos na oferta. O argumento, que depois se veio a mostrar válido, visava a modificação do critério de adesão à moeda única que obriga à utilização de câmbios fixos indexados ao Euro pelo período mínimo de 2 anos.

Os mesmos autores reconhecem contudo que, no que ao crescimento económico diz respeito, não parece haver ligação entre o tipo de regime cambial e o crescimento do PIB. Tal justifica-se na observação de que o desempenho das taxas de câmbio reflete os choques que afectam a economia e não medidas discricionárias impostas pelas autoridades locais. Posto isto, na ausência desses choques, os regimes flexíveis

comportar-se-iam como regimes com flexibilidade limitada, muito perto do sistema do sistema de câmbios fixos com faixas de paridade.

Relativamente ao controlo da inflação, alguns estudos, caso de Ghosh *et al.* (2002), parecem indicar que a inflação é mais baixa em regimes com câmbios fixos. Os autores concluem que tal se deve à disciplina imposta pelos bancos centrais, que limitam a oferta de dinheiro, e à maior credibilidade do sistema, diminuindo a velocidade de circulação do dinheiro.

Os impactos da perda de moeda própria, aplicada aos NEM, foram estimados, entre outros, por Karhonen e Fidrmuc (2001), correlacionando o histórico de choques na oferta e na procura entre os países do Euro e os NEM. Concluíram que os países menos prejudicados seriam a Hungria, Estónia e a Polónia, sendo a Lituânia o maior perdedor.

A perspectiva de adesão à UE e posterior adesão à moeda única, propiciou uma rápida integração com os mercados financeiros mais desenvolvidos da UE, verificando-se uma presença substancial de bancos estrangeiros nos NEM. (Herrmann e Winkler, 2008)

Todos os NEM registaram grandes fluxos de capital desde os finais dos anos 90 até ao ano de 2007, inclusivamente durante o período de 2001 a 2003, quando a incerteza económica e financeira era elevada, dado o número de crises internacionais, com a da Argentina ou a bolha tecnológica. O ano de 2007 mostrou ser um ponto de viragem. Desde então, tem-se verificado um forte abrandamento dos capitais para esses países, processo que foi exacerbado durante a crise financeira de do verão de 2008.

As condições macroeconómicas e financeiras na zona euro têm tido forte impacto nos fluxos de capitais para os NEM. Jevčák *et al.* (2010) destacam quatro principais vectores explicativos:

1. Os investidores da zona euro. Particularmente aqueles que procuram altas rentabilidades e horizontes de curto prazo, devido às baixas taxas de juro praticadas na zona euro;
2. As baixas taxas de juro na zona euro encorajam os credores domésticos dos NEM a fazer empréstimos em Euros em detrimento da sua moeda.

3. As baixas taxas de juro internacionais reduzem os custos de dívida e indirectamente melhoram o perfil de risco dos NEM, tipicamente devedores.
4. A relação dos ciclos económicos na zona Euro com os fluxos de capital.

O último ponto reveste-se de alguma ambiguidade dado que, se por um lado, as reduções da actividade económica nos países industrializados podem tornar mais atraentes as oportunidades de investimento nos mercados emergentes, por outro, também se pode argumentar que as empresas apenas investem no estrangeiro quando o seu desempenho doméstico é satisfatório. (Ferrucci *et al.*, 2004)

A aversão ao risco, que deprime os fluxos de capitais, parece ser um indicador robusto explicativo para descrever a variação destes fluxos. Em períodos de incerteza, os investidores normalmente rebalanceiam as suas carteiras na procura de activos mais líquidos e seguros. A própria volatilidade do preço dos activos, exacerbada pelas crises, desencoraja os novos investimentos. Os fluxos para os NEM dependem portanto não só do sentimento de risco na zona euro, mas também do risco específico do país de destino.

Outra forma de explicar as variações nos fluxos de capital, apontada por Jevčák *et al.* (2010), é o consumo doméstico nos NEM, dado que grande parte do investimento aconteceu no sector de bens não transacionáveis, implicando que este investimento se traduz de forma reduzida no aumento da produtividade e do potencial exportador dos NEM. Outros indicadores identificados pelo mesmo autor são as estimativas para as taxas de juro de curto prazo, para o PIB e para o preço das casas.

Factores externos, fora do controlo dos países, explicam também os fluxos de capital externo, sabendo-se contudo que a sensibilidade desses fluxos aos factores globais varia de país para país, conforme estudo de Jevčák *et al.* (2010), relativo aos NEM. Importa portanto que haja algum cuidado, por parte dos NEM, em realizar empréstimos no exterior durante períodos em que as condições financeiras externas são favoráveis. A crise financeira mostrou que o aumento da dívida aumentou a vulnerabilidade dos países devedores até a um limite de reversão da disponibilidade de financiamento.

3. Metodologia e Base de Dados

As questões de investigação a responder pela análise empírica são, recorde-se:

Q1: A adesão à União Europeia teve impacto nas posições dos fundos de investimentos Europeus nos novos países aderentes?

Q2: A adesão ao Euro teve impacto nas posições dos fundos de investimentos Europeus nos novos países aderentes?

Q3: Quais as variáveis que determinam os fluxos de investimento estrangeiro dos fundos de investimento para os novos países aderentes e se estas sofrem alterações nos períodos pré e pós adesão.

3.1. Base de dados

Para dar resposta às questões de investigação formuladas utilizou-se a base de dados Thomson One Banker da Thomson Reuters ⁷ que contém informação sobre a composição da carteira de ações de fundos de investimento. Esta investigação sustenta-se numa amostra dessa base de dados compreendendo os fundos de investimento domiciliados nos países indicados na Tabela 1 em baixo.

A amostra utilizada compreende o histórico de posições de 1618 fundos de fundos de investimento europeus durante o período de Março de 1997 a Junho de 2011, com uma periodicidade triestral. Para a construção desta amostra, foram seleccionados todos os fundos onde carteira de activos, na última data de apresentação, tivesse valor igual ou superior a meio milhão de dólares. Na Tabela 1, apresentam-se os países e o número de fundos por país. Note-se a predominância do número de fundos do Reino Unido no total da amostra. Note-se que o Reino Unido, Dinamarca Suécia não são integrantes do Euro, e a que a Grécia aderiu ao Euro dois anos mais tarde que os restantes países.

⁷ Thomson Reuters Corporation: com sede em Nova Iorque, é uma multinacional que opera na área dos media e da informação financeira, estando actualmente presente em mais de 100 países.

Tabela 1: Descrição dos países e do número de fundos por país.

A tabela compreende o total de fundos. Note-se que o país diz respeito ao local de sede dos fundos e não necessariamente à origem efectiva dos capitais desse fundo.

País	Número de Fundos	Percentagem de Fundos
Alemanha	257	15,9%
Áustria	60	3,7%
Bélgica	59	3,6%
Dinamarca	58	3,6%
Espanha	60	3,7%
Finlândia	57	3,5%
França	143	8,8%
Grécia	56	3,5%
Holanda	57	3,5%
Irlanda	56	3,5%
Itália	65	4,0%
Luxemburgo	55	3,4%
Portugal	58	3,6%
Reino Unido	506	31,3%
Suécia	71	4,4%
TOTAL	1618	100,0%

Recorreu-se também a diferentes indicadores como explicadores do comportamento dos fundos Na tabela 2 é feito o sumário dessas variáveis, com a periodicidade considerada para cada uma delas. As fontes são idênticas às utilizadas por Roque (2013), excepção para a variável dependente, aqui construída a partir da base de dados de fundos de investimentos, da Thomson One Banker, e das variáveis retorno e diversificação, aqui obtidas através do Thomson Reuters Datastream, considerando os índices de retorno absoluto específicos de cada país produzidos pelo mesmo Datastream⁸.

⁸ A opção por índices de retorno total justifica-se por estes incluírem os ganhos de capital das acções e as distribuições de dividendos, sendo por conseguinte um melhor proxy para a rentabilidade do mercado de capitais.

Tabela 2: Variáveis explicadoras

Da esquerda para a direita, variáveis explicadoras, descrição da variável conforme as suas dimensões, periodicidade considerada, e a fonte da informação.

Variável	Descrição	Periodicidade	Fonte
PIB país de origem [PIB_ORI]	PIB do país de origem i no ano t	Anual	Banco Mundial
PIB país de destino [PIB_DST]	PIB do país de destino j no ano t	Anual	Banco Mundial
Distância [DIST]	Distância geográfica (medida em linha recta) entre as capitais dos países de origem i e de destino j	Valor único	CEPII
Capitalização [CAP_ORI]	Rácio entre a Capitalização Bolsista e o PIB para o país de origem i no momento t	Anual	Banco Mundial
Capitalização [CAP_DST]	Rácio entre a Capitalização Bolsista e o PIB para o país de destino j no momento t	Anual	Banco Mundial
Retorno [INDMER_DST]	Média dos retornos mensais do índice de mercado, nos últimos 24 meses, no país de destino j no momento t	Trimestral	Datastream
Correlação [CORR_INDMERC]	Correlação entre os retornos mensais dos índices de mercado, nos últimos 24 meses, entre o país de origem i e o país de destino j , no momento t	Trimestral	Datastream

Na Tabela 3 apresenta-se as estatísticas descritivas das variáveis e na Tabela 4 apresenta-se a matriz de correlação entre variáveis independentes contínuas.

Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis

O número de observações refere-se à correcção à amostra por não existirem séries completas de dados relativas às variáveis índice de retorno no destino e correlação entre índices de retorno.

Variável	Dim.	Observações	Média	Desv.Padrão	Mínimo	Máximo
Peso do investimento	ijt	8025	0,0009%	0,0045%	0,0000%	0,1358%
PIB país de origem	it	8025	26,84	1,20	23,69	28,92
PIB país de destino	jt	8025	24,54	1,09	22,18	27,00
Distância	ij	8025	7,19	0,63	4,09	8,23
Capitalização no país de origem	it	8025	4,18	0,63	2,45	5,78
Capitalização no país de destino	jt	8025	2,93	0,75	0,90	4,91
Retorno	jt	8025	5,83	1,06	3,70	8,23
Correlação	ijt	8025	0,55	0,51	-0,94	0,99

Da Tabela 3, observa-se que os PIB médios dos países de origem são aproximadamente 10 vezes superiores ao dos países de destino. Relevante, para se perceber a maturidade dos mercados de capitais, é atender-se aos rácios médios de capitalização bolsista sobre o PIB, onde os valores médios são inferiores nos países de destino em 3.5 vezes, o que indicia que os mercados de capitais dos países de destino estão menos desenvolvidos em relação aos primeiros.⁹

Tabela 4: Matriz de correlação de variáveis

Apresenta-se apenas metade da matriz dada a simetria de valores.

Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Peso do investimento (1)	1							
PIB país de origem (2)	-0,042	1						
PIB país de destino (3)	0,182	0,043	1					
Distância (4)	-0,280	-0,019	-0,260	1				
Capitalização no país de origem (5)	-0,162	-0,130	-0,034	0,160	1			
Capitalização no país de destino (6)	0,084	0,031	-0,110	0,167	0,133	1		
Retorno (7)	0,008	0,110	0,166	0,140	-0,070	0,160	1	
Correlação (8)	0,055	0,114	0,160	0,030	0,021	0,341	0,366	1

Na Tabela 4, as correlação entre as variáveis são no geral baixas e negligenciáveis, não sendo de esperar problemas de multicolinearidade entre as variáveis da expressão. Observa-se contudo uma relação inversa entre a distância e o peso do investimento nesse país e o PIB do país de destino (-0.280 e -0.260, respectivamente) explicáveis por os NEM mais periféricos serem mais pobres e por a distância aumentar os custos de informação. As correlações mais elevadas acontecem entre o grau de correlação entre índices de mercado e, por um lado, a capitalização no país de destino (0.341) e, por outro, o retorno do índice bolsista no país de destino (0.366). A justificação será a de que os NEM com maiores rácios de capitalização do mercado bolsista sobre o PIB têm os seus mercados financeiros mais desenvolvidos e, por conseguinte, mais integrados

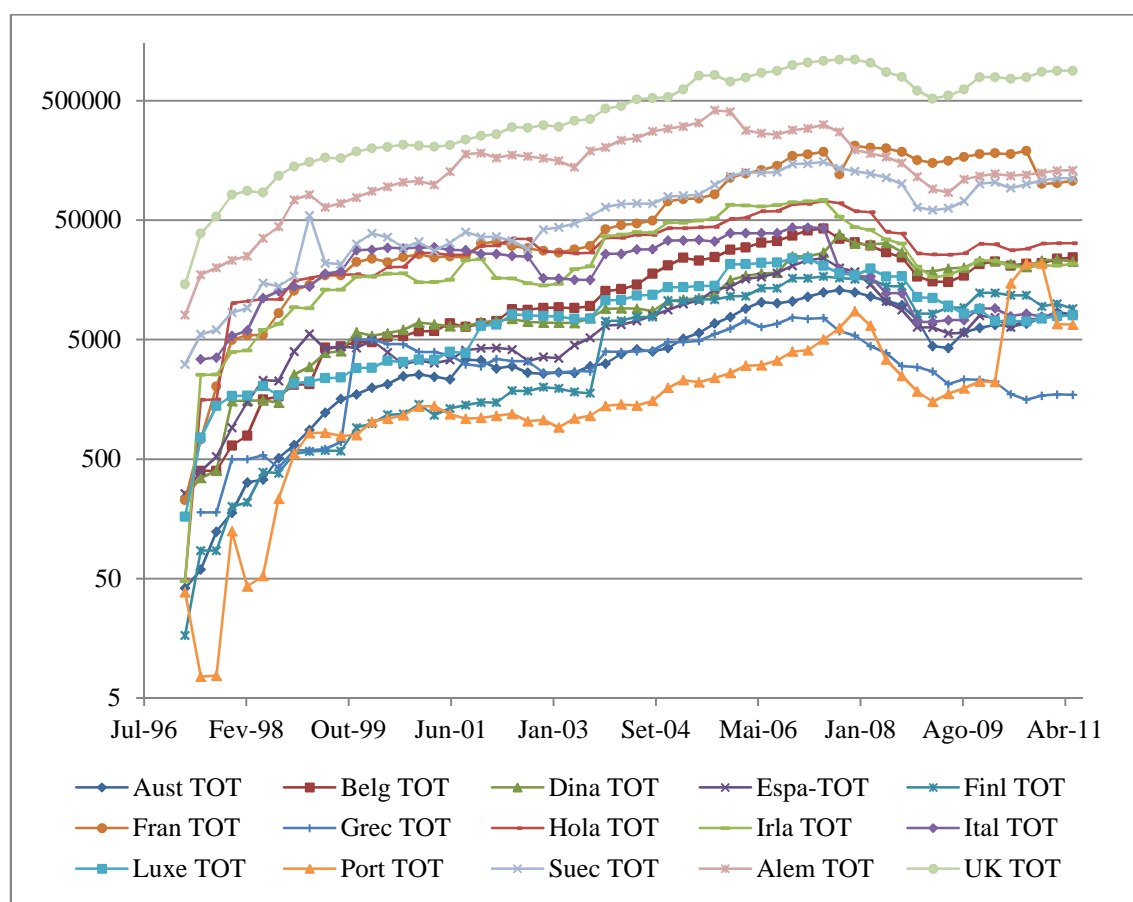
⁹ As relações são calculadas como: (i) $[\text{PIB médio país de origem} / \text{PIB médio país de destino}] = [e^{(26.84-24.54)} \approx 10]$; (ii) $[\text{Cap. média país de origem} / \text{Cap. média país de destino}] = [e^{(4.18-2.93)} \approx 3.5]$

com os dos países de origem do investimento. A interligação entre as economias poderão justificar por sua vez a maior correlação entre os retornos dos índices bolsistas.

De seguida, nos **Gráficos 1, 2 e 3**, faz-se uma apresentação da amostra de fundos, agrupando os fundos de investimento por países de origem.

Gráfico 1: Evolução temporal em valor absoluto do total de activos sob gestão, segmentada por países de origem do investimento

Calculado como o somatório do valor das posições de todos os fundos, para cada país. Os valores são calculados em milhões de dólares (\$MM). Por uma questão de facilidade de leitura, são apresentados numa escala de $[\log_{10}(\text{milhões de dólares})]$.

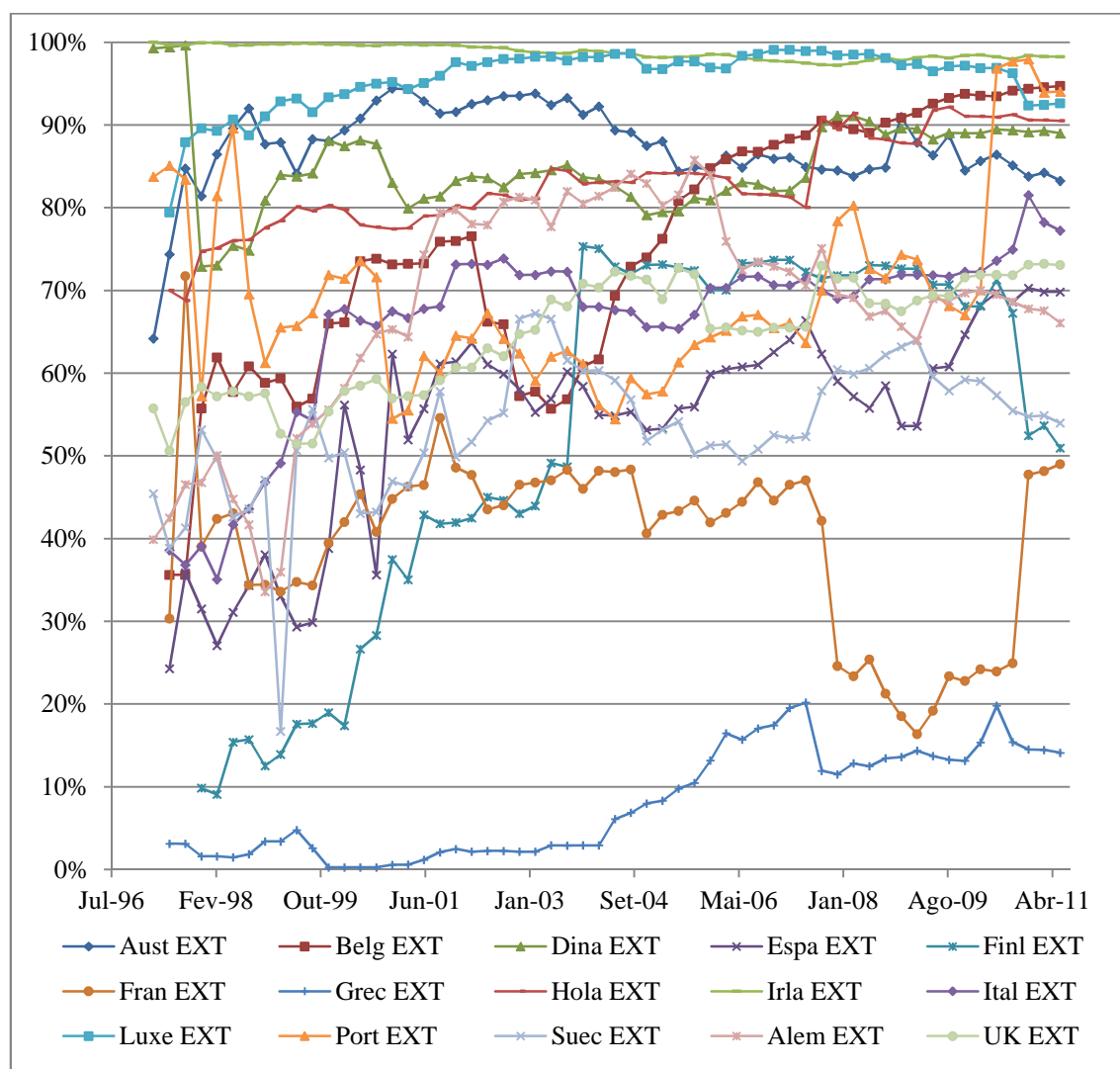


No gráfico 1 o total de activos, por país, sob gestão, para todo o universo temporal da amostra. A amostra é dominada por fundos britânicos, facto já expectável dado serem em número superior aos dos restantes países. A Alemanha, segundo país com mais fundos, domina a amostra até 2007, ano a partir do qual o valor dos activos sob gestão é aproximadamente igual ou inferior aos valores sob gestão dos fundos Franceses e Suecos, que estão em muito menor número na amostra.

Será também oportuno perceber qual o peso do investimento externo (ou seja, investimento não doméstico) que os fundos dos vários países apresentam, e qual a sua evolução temporal. Tal é visível no gráfico 2.

Gráfico 2: Evolução temporal do peso do investimento externo, segmentada por países de origem do investimento

Calculado como o rácio, para cada país, entre o somatório do valor das posições não domésticas (total menos as posições domésticas) dos fundos desse país e o somatório do total de posições dos fundos desse país. Os valores são apresentados em percentagem.



Registe-se aqui o elevado peso do investimento externo de alguns países, principalmente da Irlanda e Luxemburgo com valores próximos dos 100%. Com peso sucessivamente acima dos 90% tem-se a Áustria, Holanda, Dinamarca e Holanda, países com mercados de capitais muito evoluídos, e cujos reduzidos pesos domésticos

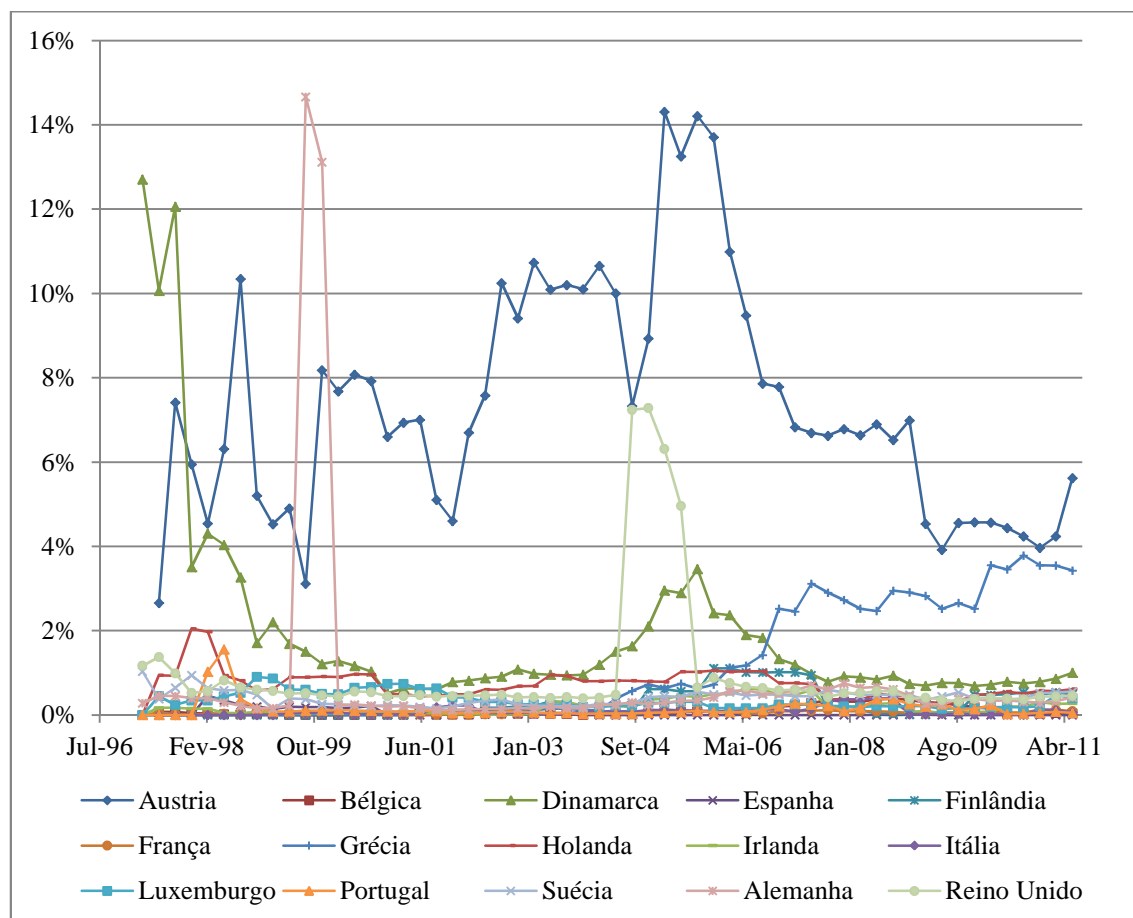
vão de encontro às observações de Kalok *et al.* (2004) de que o *homebias* é reduzido em mercados de capitais mais evoluídos e com maior abertura ao exterior.

Os restantes países têm um peso de investimento externo médio acima dos 50%, com excepção da França, cujo valor não atinge os 50% e durante os 3 anos das crises do suprime e de liquidez bancária viu o peso médio descer abaixo dos 25%, e com a excepção da Grécia, que parece ter um mercado de fundos menos desenvolvido e com pouca propensão para o investimento no exterior. Estes são os dois países com fenómeno de *homebias* mais evidenciado na amostra.

Por fim, no gráfico 3, apresenta-se apenas o peso do investimetno nos novos estados membros da União Europeiaia.

Gráfico 3: Evolução temporal do peso do investimento externo nos NEM, segmentada por países de origem do investimento

Calculado como o rácio, para cada país, entre o somatório do valor das posições no país de destino dos fundos desse país e o somatório do total de posições dos fundos desse país. Os valores são apresentados em percentagem.



Neste último gráfico é visível o reduzido peso de investimento nos NEM, para os vários países da amostra, mesmo após os vários processos de adesão à União Europeia e ao Euro. A exceção são os fundos austríacos que mostram, desde o início da amostra, uma tendência de investimento significativa nos NEM. O investimento dos fundos austríacos concentra-se na Polónia, Hungria e República Checa, países com que faz fronteira e com os quais mantém antigos laços culturais, mostrando-se aqui a ocorrência de um *bias* de investimento em países fronteiriços já identificado por Barr *et al.* (2003).

Atente-se o comportamento dos fundos gregos. O investimento crescente pós 2006 coincide com o investimento dos fundos gregos no Chipre, que pode ser explicado pela existência de língua e traços culturais em comum, factores propiciadores de *bias* identificados por Barr *et al.* (2003), o grande responsável pelo investimento dos fundos gregos nos NEM. Repare-se ainda que o Chipre adere efectivamente ao Euro em Janeiro de 2008 e que este movimento dos fundos gregos para o Chipre pode ser explicado também pela adesão deste último ao Euro.

Há também a registar os picos de investimento entre 2004 e 2005 por parte do Reino Unido e da Dinamarca, se bem que depois corrigidos para os valores iniciais.

3.2. Impacto da Adesão Através da Metodologia de Estudo de Eventos

As duas primeiras questões de investigação serão respondidas recorrendo à metodologia do estudo de eventos. Esta metodologia permite analisar se os eventos de adesão, têm impacto nas posições dos fundos de investimento e qual a natureza desse impacto. Esta metodologia avalia o impacto no período pós-adesão por limitação do período temporal pós-evento, não se estudando os efeitos de longo prazo, pós-evento, no comportamento dos fundos.

Os testes avaliam se as posições dos fundos nos NEM, para diferentes janelas temporais, são significativamente diferentes dos normalmente observados.

Consideram-se 15 países de origem do investimento. Os países de destino do investimento são todos os NEM da União Europeia já referidos. Destes, a Eslovénia, a

Eslováquia, Malta, Chipre e a Estónia aderiram ao Euro. São Marino, o Mónaco e o Vaticano foram excluídos por não estarem representados na amostra.

i. Definição do evento

Os eventos a estudar são as adesões de países europeus à União Europeia e ao Euro. Note-se que nem todos os países tiveram as mesmas datas de adesão, pelo que há eventos que são únicos para determinado país.

ii. Duração da janela

Não é expectável que os investidores alterem de forma abrupta ou quasi-instantânea a sua estratégia de investimento, mas sim que os investidores antecipem um determinado acontecimento. Da mesma forma, a adesão a um espaço económico comum ou a uma zona monetária compreende várias etapas administrativas e estende-se no tempo. Posto isto, consideram-se duas janelas temporais distintas: a primeira compreende o período entre a Assinatura do Tratado de Adesão e a Adesão Efectiva; a segunda compreendendo a Adesão Efectiva e inclui o trimestre seguinte. Esta última tem como objectivo perceber se os investidores consideram os NEM como destino de investimento apenas após a adesão efectiva.

Janela Temporal 1:

[“data de Assinatura de Tratado de Adesão à UE” ; “data de Adesão Efectiva à UE”]

[“data de Assinatura de Tratado de Adesão ao Euro” ; “data de Adesão Efectiva ao Euro”]

Janela Temporal 2:

[“data de Adesão Efectiva à UE” ; “data de Adesão Efectiva à UE + 1 trimestre”]

[“data de Adesão Efectiva ao Euro” ; “data de Adesão Efectiva ao Euro + 1 trimestre”]

Note-se que a periodicidade dos dados da amostra, trimestrais, obriga a que se considere para o evento o trimestre da amostra imediatamente posterior ao acontecimento. O período de estimação compreende os quatro trimestres anteriores ao início da janela de evento. Na tabelas 5.a 5.b é apresentada a listagem de todos as datas.

Tabela 5.a: Datas de Assinatura dos Tratados de Adesão e de Adesão Efectiva dos NEM à União Europeia

As datas de assinatura dos acordos dizem respeito à data oficial em que os acordos são assinados e apresentados publicamente. A adesão efectiva diz respeito à data, prevista nos acordos de adesão, para o país ser parte integrante e membro de plenos direitos.

País	Assinatura de Acordo	Adesão efectiva
Chipre	16-04-2003	01-05-2004
Estónia	16-04-2003	01-05-2004
Eslováquia	16-04-2003	01-05-2004
Eslovénia	16-04-2003	01-05-2004
Hungria	16-04-2003	01-05-2004
Letónia	16-04-2003	01-05-2004
Lituânia	16-04-2003	01-05-2004
Malta	16-04-2003	01-05-2004
Polónia	16-04-2003	01-05-2004
República Checa	16-04-2003	01-05-2004
Bulgária	25-04-2005	01-01-2007
Roménia	25-04-2005	01-01-2007

Tabela 5.b: Datas de Assinatura dos Tratados de Adesão e de Adesão Efectiva dos NEM ao Euro

As datas de assinatura dos acordos dizem respeito à data oficial em que os acordos são assinados e apresentados publicamente. A adesão efectiva diz respeito à data, prevista nos acordos de adesão, para o país ser parte integrante e membro de plenos direitos.

País	Assinatura de Acordo	Adesão efectiva
Eslovénia	11-07-2006	01-01-2007
Chipre	10-07-2007	01-01-2008
Malta	10-07-2007	01-01-2008
Eslováquia	08-07-2008	01-01-2009
Estónia	13-07-2010	01-01-2011

Observe-se que o hiato entre o comprometimento de adesão, a assinatura formal do processo, e a adesão efectiva, foi de aproximadamente um ano no caso da adesão à União Europeia, e de cinco meses para a adesão à união monetária.

iii. Posições de investimento normais e anormais

Considera-se investimento anormal a diferença entre o investimento efectivamente registado e o investimento normal expectável. O investimento normal expectável foi estimado fazendo a média aritmética dos investimentos nos períodos considerados para a janela de estimação, ou seja, nos quatro trimestres anteriores ao momento do evento.

Mediu-se o investimento como a posição dos fundos de investimento que cada país de origem tem em acções de empresas de cada país de destino.

Relativamente à questão 1, a hipótese nula é a de que o evento de adesão não tem impacto sobre o investimento no respectivo NEM. Foi seguida a metodologia descrita em Serra (2007)¹⁰. Os investimentos são discriminados conforme o país da sua origem, i , o país de destino, j , e o trimestre a que se referem, t . Nas esquações seguintes apresenta-se a formulação adoptada.

$$\text{Investimento Anormal}_{i,t} (IA) = \text{Invest. Observado}_{i,t} - \text{Invest. Esperado}_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{Investimento Esperado}_{it} = \frac{1}{4} \sum_{k=1}^4 \text{Investimento Observado}_{i,t-k} \quad (2)$$

$$\text{Investimento Médio Anormal}_i (\overline{IA}_i) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \text{Investimento Anormal}_{it} \quad (3)$$

$$\text{Invesmento Anormal Acumulado}_{iT} (IAA) = \sum_{t=1}^T \text{Investimento Anormal}_{it} \quad (4)$$

$$\text{Invesmento Médio Anormal Acumulado} (\overline{IAA}) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N IAA_{iT} \quad (5)$$

$$\text{Desvio Padrão dos Investimentos Médios Anormais} (\overline{IAA}) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (\overline{IA}_i - \overline{IAA})^2}{N-1}} \quad (6)$$

onde: i = país de sede do fundo (origem do investimento)

j = país de destino do investimento (apenas os NEM)

t = trimestre

$S(\overline{IAA})$ é um estimador do desvio padrão dos investimentos médios anormais

A estatística t que permite inferir se o investimento médio anormal acumulado é estatisticamente diferentes de zero, segue uma distribuição de t-Student com $N-1$ graus de liberdade, e calucula-se como se segue:

$$\text{Estatística } t = \frac{\overline{IAA}}{S(\overline{IAA})} \quad (7)$$

¹⁰ Neste paper, Serra apresenta um resumo de testes empíricos para avaliar a significância dos retornos anormais em estudos de eventos.

Esta formulação parte do pressuposto de que os investimentos médios anormais seguem uma distribuição normal.

3.3. Impacto da Adesão Usando uma Extensão do Modelo Gravitacional

Esta vertente do estudo baseia-se na metodologia de Roque (2013), que consiste na utilização de uma extensão de um modelo gravitacional, em que a variável dependente utilizada foi o peso que cada NEM representa nas carteiras de investimento e é medido como o peso do país de destino j (NEM) no valor dos activos em fundos estrangeiros detidos por fundos sediados no país de origem i no final do trimestre t , tal como definido adiante.

$$W_{ijt} = \frac{H_{ijt}}{I_{it}} \quad (8)$$

Onde W_{ijt} é o peso do país de destino no investimento dos fundos do país de origem i , para um dado momento temporal t . H_{ijt} é o valor do investimento do país de origem i no destino j no momento t e I_{it} é o valor total do investimento no estrangeiro que cada país de origem i tem num determinado momento t .

Esta abordagem difere da proposta por Roque (2013), por se considerar todo o portfolio de investimento no estrangeiro, e não apenas o investimento nos países j de destino previamente seleccionados. Outras diferenças passam pela não exclusão dos valores de posições com valor zero nem da exclusão dos pequenos países da amostra, casos de Luxemburgo, Malta e Chipre. Inclui-se ainda um conjunto de variáveis binárias respeitantes a cada país de destino por forma a captarem desvios específicos dos países não explicados pelas restantes variáveis independentes. Para a Polónia não foi incluída qualquer variável dummy, funcionando por isso como país base.

Para se aferir se as adesões à União Europeia e ao Euro tiveram impacto no peso do investimento dos fundos, e em que períodos se deu essa eventual alteração, consideraram-se diferentes especificações do modelo de regressão para a estimação dos

parâmetros, usando-se o método dos mínimos quadrados (OLS), por recurso ao software Eviews¹¹.

Na Tabela 6 faz-se a descrição das várias especificações consideradas. A expressão geral considera todas as variáveis dependentes (x), todas as variáveis binárias referentes a países¹², e, conforme a especificação, uma ou duas dummies temporais. Em baixo, na equação 9, apresenta-se a **modelo empírico 1** respeitante ao modelo gravitacional e as especificações consideradas, A, B e C.

$$W_{ijt} = a_0 + [a_1 * X_1 + \dots + a_7 * X_7] + [a_8 * \text{Dummy}_{\text{país } 1} + \dots + a_{18} * \text{Dummy}_{\text{país } 11}] + a_{20} * \text{Dummy}_{\text{temporal } 1} + a_{21} * \text{Dummy}_{\text{temporal } 2} \quad (9)$$

Tabela 6: modelo empírico 1 e respectivas especificações

A expressão geral diz respeito ao modelo gravitacional aplicado. As diferentes especificações diferem apenas nas variáveis temporais.

Especificação	Dummy temporal
A	Pós-tratado da União Europeia / ao Euro [POS_TRAT]
B	Pós-adesão efectiva à União Europeia / ao Euro [POS_ADES]
C	Tratado da UE [TRAT] + Pós adesão efectiva à UE [POS_ADES]

Para melhor compreender os determinantes do investimento internacional dos fundos de investimento e se esses determinantes se alteraram com os processos de adesão, concluiu-se num modelo empírico alternativo: **modelo empírico 2**, equação 10. A especificação, D, é depois estimada para o caso da adesão à União Europeia e ao Euro, ver Tabela 7.

$$W_{ijt} = a_0 + [a_1 * X_1 + \dots + a_7 * X_7] + [\text{Dummy}_{\text{temporal}} * a_8 * X_1 + \dots + \text{Dummy}_{\text{temporal}} * a_{14} * X_7] + [a_{15} * \text{Dummy}_{\text{país } 1} + \dots + a_{25} * \text{Dummy}_{\text{país } 11}] + a_{26} * \text{Dummy}_{\text{temporal}} \quad (10)$$

¹¹ Eviews: abreviatura de Econometric views, é um software estatístico para Microsoft Windows usado em estudos econométricos. Os cálculos foram efectuados na versão 8 de 64 bits, licenciada para a Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

¹² No Anexo é possível consultar a Tabela A1 onde é feita a listagem de todas as variáveis dummy.

Tabela 7: modelo empírico 2 e respectivas especificações

Modelo empírico é estimado para a adesão à UE e ao Euro.

Especificação	Dummy temporal
D	Pós-adesão efectiva à União Europeia / ao Euro [POS_ADES]

Esta especificação admite que, com a adesão à União Europeia e à União Monetária, os coeficientes dos determinantes de investimento possam ser alterados. Consideram-se por isso novas variáveis que resultam do produto da dummy adesão com as variáveis independentes contínuas já consideradas antes.

As variáveis independentes seleccionadas são seccionadas de acordo com o enquadramento formulado por Martin e Rey (2004) e seguido por Roque (2013): (i) a dimensão dos mercados de origem e de destino, (ii) o desenvolvimento dos mercados de capitais de origem e de destino, (iii) os custos de informação de destino e (iv) as condições de mercado, as últimas divididas em duas variáveis, o retorno no país de destino e o grau de diversificação entre cada par país de destino e país de origem, medido pela correlação dos retornos dos respectivos índices bolsistas.

A dimensão dos mercados (i) diz respeito à riqueza produzida nos países de origem e destino, sendo usados o PIB do país de origem e o PIB do país de destino. Esta relação é encontrada em alguns estudos empíricos, a exemplo de Coeurdacier e Martin (2008). O desenvolvimento dos mercados (ii) capta o desenvolvimento do mercado de capitais, pela consideração do rácio entre a capitalização bolsista e o PIB desse país, para cada país de origem i e para cada país de destino j , sendo um proxy para o desenvolvimento do respectivo mercado financeiro. Tal relação justifica-se, entre outros, com os já citados estudos empíricos de Daude e Fratzscher (2006), Portes e Rey (2005), Kalok *et al.* (2004) e Wildmann (2011). Os custos de informação (iii) são considerados através da variável distância, que mede a distância física entre a capital do país de origem i e a do país de destino j , pressupondo-se que a distância entre dois países, é um indicador dos custos de informação e de transacção, de acordo com os resultados de modelos gravitacionais, por exemplo De Santis e Gérard (2006) e Portes e Rey (2005). As condições de mercado, referidos por Lane e Milesi-Ferretti 2008 e Coeurdacier e Martin 2008 (iv) revelam o potencial de retorno e de risco de diversificação para o

investimento num país estrangeiro. São usados o índice de mercado do país de destino j e a correlação entre os índices de mercado dos pares de países i e j . Ambos são calculados como a média dos registos mensais dos 24 meses anteriores. As variáveis independentes são medidas numa base anual, com excepção do índice de mercado e da correlação de índices de mercado, as quais são medidas em valores trimestrais.

Em baixo, nas Tabelas 8.a, 8.b e 8.c apresenta-se a descrição das variáveis utilizadas, no modelo gravitacional.

Tabela 8.a: Variável dependente.

Da esquerda para a direita, a dimensão que se pretende captar, a variável proxy seleccionada, as dimensões i , origem, j , destino e t , tempo, em que a variável compreende e a sua natureza.

Variável dependente			
Categoria	Variável	Dim.	Descrição
Investimento Internacional em Equity	Peso do investimento [WIJT]	ijt	Peso do investimento dos fundos do país i no país j no trimestre t (logaritmo neperiano de $\{1+W_{ijt}\}$)

Tabela 8.b: Variáveis independentes contínuas

Da esquerda para a direita, a dimensão que se pretende captar, a variável proxy seleccionada, as dimensões i , origem, j , destino e t , tempo, em que a variável compreende e a sua natureza.

Variáveis independentes			
Categoria	Variável	Dim.	Descrição
Dimensão	PIB país de origem [PIB_ORI]	it	PIB do país de origem i no ano t (logaritmo neperiano)
	PIB país de destino [PIB_DST]	jt	PIB do país de destino j no ano t (logaritmo neperiano)
Custos de Informação	Distância [DIST]	ij	Distância geográfica entre as capitais dos países de origem i e de destino j (logaritmo neperiano)
Desenvolvimento do mercado de capitais	Capitalização [CAP_ORI]	it	Rácio entre a Capitalização Bolsista e o PIB para o país de origem i no momento t (logaritmo neperiano)
	Capitalização [CAP_DST]	jt	Rácio entre a Capitalização Bolsista e o PIB para o país de destino j no momento t (logaritmo neperiano)
Retorno	Retorno [INDMER_DST]	jt	Média dos retornos mensais do índice de mercado, nos últimos 24 meses, no país de destino j no momento t (logaritmo neperiano)
Diversificação	Correlação [CORR_INDMERC]	ijt	Correlação entre os retornos mensais dos índices de mercado, nos últimos 24 meses, entre o país de origem i e o país de destino j , no momento t

Tabela 8.c: Variáveis binárias (Dummy)

Da esquerda para a direita, a dimensão que se pretende captar, a variável proxy seleccionada e a sua natureza..

Categoria	Variável	Dim.	Descrição
Dummies	Tratado	t	Igual a 1 no período entre a assinatura do tratado
Processo de	[TRAT]		da União Europeia/ Euro e a adesão efectiva
adesão à União	Pós Tratado	t	Igual a 1 em todo o espaço temporal pós assinatura
Europeia / ao	[POS_TRAT]		do tratado de adesão à União Europeia/ Euro
Euro	Pós Adesão	t	Igual a 1 em todo o espaço temporal pós adesão
	[POS_ADES]		efectiva à União Europeia/ Euro

Na Tabela A1 no Anexo apresenta-se listagem e respectiva descrição de todas as variáveis binárias utilizadas.

4. Resultados

4.1. Impacto dos Eventos de Adesão

Nas Tabelas 9.a, 9.b e 10.a e 10.b são apresentados os investimentos anormais para os diferentes pares de países, para as janela de eventos analisadas. Para as adesões à União Europeia, obtiveram-se os resultados constantes das Tabelas 9.a e 9.b. Os resultados para a adesão ao Euro são apresentados nas tabelas seguintes, as Tabela 10.a e 10.b.

Tabela 9.a: Janela temporal 1 - Adesão à União Europeia

Média dos pesos anormais, e respectivos desvio padrão e valor t da estatística de teste, para cada país de origem i , no lado esquerdo e cada país de destino j , do lado direito. Em baixo, a média das médias dos pesos anormais nos NEM, e respectivos desvio padrão e valor da estatística T de teste. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A estatística t testa a hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. A estatística T testa a hipótese nula de não significância conjunta.

Origem (i)	Média	Desv.Pad.	t	Destino (j)	Média	Desv.Pad.	t
Áustria	0,0575%	0,0686%	0,84	Chipre	-0,0011%	0,0016%	-0,69
Alemanha	0,0027%	0,0014%	1,95**	Estónia	0,0311%	0,0199%	1,57*
Bélgica	-0,0022%	0,0013%	-1,65*	Eslováquia	0,0027%	0,0026%	1,06
Dinamarca	-0,0009%	0,0064%	-0,14	Eslovénia	-0,0149%	0,0133%	-1,12
Espanha	-0,0004%	0,0003%	-1,77*	Hungria	0,0364%	0,0229%	1,59*
Finlândia	0,0098%	0,0097%	1,01	Letónia	0,0000%	0,0000%	0
França	0,0021%	0,0016%	1,32	Lituânia	0,0001%	0,0001%	1
Grécia	0,0021%	0,0037%	0,57	Malta	0,0000%	0,0000%	0
Holanda	0,0245%	0,0141%	1,74*	Polónia	-0,0219%	0,0272%	-0,81
Irlanda	0,0249%	0,0145%	1,72*	Rep. Checa	0,0478%	0,0372%	1,29
Itália	-0,0010%	0,0011%	-0,89	Bulgária	0,0000%	0,0000%	0
Luxemburgo	-0,0028%	0,0024%	-1,17	Roménia	0,0045%	0,0037%	1,19
Portugal	-0,0024%	0,0021%	-1,15				
Reino Unido	-0,0023%	0,0045%	-0,51				
Suécia	-0,0058%	0,0044%	-1,31				
				Med.Médias	0,0071%		
				Desv.Pad.	0,0060%		
				T	1,18		

Tabela 9.b: Janela temporal 2 - Adesão à União Europeia

Média dos pesos anormais, e respectivos desvio padrão e valor t da estatística de teste, para cada país de origem i , no lado esquerdo e cada país de destino j , do lado direito. Em baixo, a média das médias dos pesos anormais nos NEM, e respectivos desvio padrão e valor da estatística T de teste. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A estatística t testa a hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. A estatística T testa a hipótese nula de não significância conjunta.

Origem (i)	Média	Desv.Pad.	t	Destino (j)	Média	Desv.Pad.	t
Áustria	0,0575%	0,0686%	0,84	Chipre	0,0045%	0,0050%	0,91
Alemanha	0,0027%	0,0014%	1,95**	Estónia	-0,0134%	0,0091%	-1,47*
Bélgica	-0,0022%	0,0013%	-1,65*	Eslováquia	-0,0093%	0,0089%	-1,04
Dinamarca	-0,0009%	0,0064%	-0,14	Eslovénia	0,0069%	0,0069%	1
Espanha	-0,0004%	0,0003%	-1,77*	Hungria	0,0099%	0,0224%	0,44
Finlândia	0,0098%	0,0097%	1,01	Letónia	0,0013%	0,0012%	1,09
França	0,0021%	0,0016%	1,32	Lituânia	0,0011%	0,0011%	1
Grécia	0,0021%	0,0037%	0,57	Malta	0,0000%	0,0000%	0
Holanda	0,0245%	0,0141%	1,74*	Polónia	-0,0262%	0,0327%	-0,8
Irlanda	0,0249%	0,0145%	1,72*	Rep. Checa	0,0496%	0,0295%	1,68*
Itália	-0,0010%	0,0011%	-0,89	Bulgária	0,0000%	0,0000%	0
Luxemburgo	-0,0028%	0,0024%	-1,17	Roménia	0,0094%	0,0060%	1,56*
Portugal	-0,0024%	0,0021%	-1,15				
Reino Unido	-0,0023%	0,0045%	-0,51				
Suécia	-0,0058%	0,0044%	-1,31				
				Med.Médias	0,0028%		
				Desv.Pad.	0,0052%		
				T	0,54		

Durante o processo de adesão os países de origem cujos fundos apresentaram, de forma estatisticamente significativa, maior investimento anormal nos NEM foram a Alemanha, a Holanda e a Irlanda. A Bélgica e a Espanha registaram um movimento contrário, reduzindo as suas posições nos NEM. Estes resultados são consistentes para as duas janelas temporais.

Numa ótica de países de destino, a Estónia e a Hungria foram os principais recetores de investimento anormal na janela temporal 1. Na janela temporal 2 destacam-se a República Checa e a Roménia. Nota para a Estónia que sofre uma retirada de fundos

durante a janela temporal 2, referente ao pós-adesão. A janela temporal 2 é aquela onde o desvio padrão dos investimentos anormais foi mais baixo, ou seja, onde os vários países de origem seguiram estratégias análogas de desinvestimento.¹³

A comparação das duas janelas temporais permite concluir por um maior investimento anormal durante a janela temporal 1 (0.0071% contra 0.0028%). Note-se ainda que apesar da média das médias reflectir um aumento de investimento, deve-se observar que 8 dos 15 países de origem diminuiu, investimento nos NEM. Tal diversidade de observações resulta num p-value pouco significativo para as estatísticas T de teste (15% para a janela 1 e 30% para janela 2). Esta ausência de significância impedem a rejeição da hipótese nula. Não se pode concluir pela rejeição da ausência de não significância conjunta e, portanto, não se pode aferir que a adesão à UE é irrelevante para a estratégia de portfolio dos fundos de investimento europeus.

Em conclusão, para a questão “Q1”, considerando o investimento conjunto do grupo de países de origem para o grupo de países de destino (os NEM), não se obtém uma resposta conclusiva. Por um lado, o valor encontrado para as estatísticas T de teste não permite rejeitar a hipótese de não significância conjunta. Todavia, para 5 países do lado da origem e 3 do lado do destino do investimento, rejeita-se a hipótese nula de que o evento de adesão tem impacto nulo. Em todo o caso, estes resultados indicam que os processos de adesão à União Europeia terão tido, no plano de decisões dos fundos de investimento europeus, menos impacto do que o reportado noutros casos de alargamento de espaços económicos. De facto, nos casos da ampliação do NAFTA a províncias do Canadá, de acordo com o reportado por de McCallum (1995), registou-se um aumento massivo das relações comerciais entre países logo após à adesão efectiva, que não parece ter tido paralelo no comportamento em relação ao investimento dos fundos europeus nos NEM.

¹³ A consulta dos investimentos anormais, para cada par de país de origem i e destino j , é possível nas Tabelas A3.a e A3.b, no Anexo.

Tabela 10.a: Janela temporal 1 - Adesão ao Euro

Média dos pesos anormais, e respectivos desvio padrão e valor t da estatística de teste, para cada país de origem i , no lado esquerdo e cada país de destino j , do lado direito. Em baixo, a média das médias dos pesos anormais nos NEM, e respectivos desvio padrão e valor da estatística T de teste. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A estatística t testa a hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. A estatística T testa a hipótese nula de não significância conjunta.

Origem (i)	Média	Desv.Pad.	t	Destino (j)	Média	Desv.Pad.	t
Áustria	-0,0241%	0,0206%	-1,17	Eslovénia	0,00%	0,00%	-1,39*
Alemanha	0,0061%	0,0079%	0,78	Chipre	0,01%	0,01%	0,53
Bélgica	0,0045%	0,0049%	0,91	Malta	0,00%	0,00%	-1,74*
Dinamarca	-0,0033%	0,0030%	-1,09	Eslováquia	0,00%	0,00%	-0,19
Espanha	0,0003%	0,0003%	1,00	Estónia	0,00%	0,00%	1,56*
Finlândia	-0,0056%	0,0065%	-0,86				
França	0,0004%	0,0009%	0,49				
Grécia	0,1491%	0,1491%	1,00				
Holanda	0,0031%	0,0069%	0,44				
Irlanda	0,0013%	0,0013%	1,00				
Itália	0,0000%	0,0000%	0,00				
Luxemburgo	0,0021%	0,0020%	1,05				
Portugal	0,0011%	0,0011%	1,00				
Reino Unido	0,0102%	0,0093%	1,10				
Suécia	0,0083%	0,0091%	0,90				
				Med.Médias	0,0102%		
				Desv.Pad.	0,0108%		
				T	0,94		

Tabela 10.b: Janela temporal 2 - Adesão ao Euro

Média dos pesos anormais, e respectivos desvio padrão e valor t da estatística de teste, para cada país de origem i , no lado esquerdo e cada país de destino j , do lado direito. Em baixo, a média das médias dos pesos anormais nos NEM, e respectivos desvio padrão e valor da estatística f de teste. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A estatística t testa a hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. A estatística T testa a hipótese nula de não significância conjunta.

Origem (i)	Média	Desv.Pad.	t	Destino (j)	Média	Desv.Pad.	t
Áustria	0,0189%	0,0231%	0,82	Eslovénia	0,00%	0,00%	-1,39*
Alemanha	0,0046%	0,0052%	0,88	Chipre	0,01%	0,01%	0,53
Bélgica	0,0020%	0,0022%	0,88	Malta	0,00%	0,00%	-1,74*
Dinamarca	0,0000%	0,0002%	0,21	Eslováquia	0,00%	0,00%	-0,19
Espanha	0,0002%	0,0002%	1,00	Estónia	0,00%	0,00%	1,56*
Finlândia	0,0021%	0,0029%	0,70				
França	-0,0013%	0,0010%	-1,33				
Grécia	-0,0321%	0,0321%	-1,00				
Holanda	0,0054%	0,0078%	0,69				
Irlanda	0,0027%	0,0027%	1,00				
Itália	0,0000%	0,0000%	0,00				
Luxemburgo	-0,0009%	0,0012%	-0,75				
Portugal	0,0091%	0,0091%	1,00				
Reino Unido	0,0051%	0,0051%	1,00				
Suécia	0,0010%	0,0012%	0,81				
				Med.Médias	0,0011%		
				Desv.Pad.	0,0017%		
				T	0,67		

Para o processo de adesão ao Euro, as únicas estatísticas t com significância estatística referem-se ao investimento na Estónia, Eslovénia e Malta. Note-se que na Eslovénia e em Malta, para ambas as janelas temporais, o investimento anormal foi negativo, ou seja, contrário do previsto. Para os outros países, a variação do investimento não foi significativa.

Apesar da baixa significância estatística, observe-se que o Chipre aderiu ao Euro no mesmo momento que Malta e foi objecto de um investimento anormal positivo. A explicação para este valor positiva estará no comportamento dos fundos gregos que, de

toda a amostra, registaram no Chipre o maior investimento anormal de toda a amostra, durante a janela temporal 1. Atente-se também que no pós adesão, corrigiram negativamente as suas posições em -0.16%.¹⁴

Relativamente à adesão ao Euro, o valor das estatísticas t de teste são ainda inferiores aos observados para a adesão à UE (0.90 para a janela temporal 1 e 0.67 para a janela temporal 2). Donde, uma vez mais, não se pode rejeitar a hipótese de não significância conjunta.

Conclui-se então para a questão “Q2” que, globalmente, não há evidência de que a adesão ao Euro tenha tido impacto nas carteiras dos fundos de investimento europeus. Não se verificam aqui, em relação aos NEM, resultados consentâneos com os de Micco *et al.* (2003) referentes os países fundadores do Euro, que documentam o aumento das relações comerciais se deu por antecipação à adesão efectiva à União Monetária.

¹⁴ Vide Tabelas A3.a e A3.b no Anexo.

4.2.Determinantes do investimento estrangeiro de fundos de investimento antes e depois da adesão

Modelo empírico 1

Nas Tabelas seguintes, 10.a e 10.b, relativas à adesão à União Europeia e ao Euro, respectivamente, apresentam-se os resultados das várias especificações. Em todas as regressões a amostra compreende 8025 observações.¹⁵

Tabela 11.a: Resultados empíricos. modelo empírico 1, Especificações A, B e C - Adesão à União Europeia

As especificações dizem respeito à aplicação do modelo empírico 1. Os coeficientes e estatísticas de teste são estimados através do método OLS, método dos mínimos quadrados. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	A		B		C	
	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value
POS_TRAT	0,0005	0,020**				
TRAT					0,0003	0,152
POS_ADES			0,0007	0,001***	0,0009	0,000***
CORR_INDMERC	0,0001	0,312	0,0000	0,90	0,0000	0,90
PIB_ORI	-0,0002	0,000***	-0,0002	0,000***	-0,0002	0,000***
PIB_DST	-0,0002	0,470	-0,0004	0,198	-0,0006	0,066*
DIST	-0,0020	0,000***	-0,0020	0,000***	-0,0020	0,000***
CAP_ORI	-0,0011	0,000***	-0,0011	0,000***	-0,0011	0,000***
CAP_DST	0,0006	0,000***	0,0006	0,000***	0,0006	0,000***
INDMERC_DST	-0,0004	0,014**	-0,0004	0,006*	-0,0003	0,020**
C	0,0329	0,000***	0,0367	0,000***	0,0428	0,000***
	R-squared	0,1770	R-squared	0,1777	R-squared	0,1779
	Adjusted R-squared	0,1751	Adjusted R-squared	0,1757	Adjusted R-squared	0,1759
	F-statistic	90,612	F-statistic	91,046	F-statistic	86,608
	Prob(F-statistic)	0,00***	Prob(F-statistic)	0,00***	Prob(F-statistic)	0,00***

Tendo todas as dummies (POS_ADES e POS_TRAT) coeficientes com sinal positivo e significativo. Porém, quando se considera o espaço temporal entre a assinatura formal e a adesão efectiva, não se conclui o mesmo, dado que não se pode rejeitar a hipótese de o coeficiente da variável TRAT ser nula.

¹⁵ No Anexo apresenta-se as Tabela A4.a e A4.b com resultados completos onde se incluem as dummies dos países ocultas, tabelas em baixo.

As variáveis PIB na origem, Capitalização na origem e Distância, todas com significância elevada, têm coeficientes negativos, significando uma relação inversa entre estas variáveis e o investimento nos NEM.

Saliente-se a ausência de significância do PIB do país de destino nas regressões A e B (p-values de 47.0%, 19.8%) sendo apenas significativa em C (p-value de 6.6%). A ausência de correlação dos índices de mercado também foi evidenciada (31.1%, 90.0% e 90.0%).

Com sinal negativo e estatística T a permitir rejeitar a hipótese nula com um nível de significância de 1%, a capitalização no país de destino, proxy do desenvolvimento do mercado de capitais nesse país, surge como factor relevante de atracção do investimento. As dummies para os países de destino mostram-se significantes mostrando haver um efeito específico para cada país. As dummies apresentam sinal negativo, significando que o investimento está enviesado para o país de controlo, a Polónia, que recebe mais investimento em detrimento destes países. A Polónia foi seleccionada por ser o país com maior PIB e mercado de capitais mais desenvolvido do grupo de países dos NEM, e estes resultados vêm corroborar essa suposição, na medida em que o investimento se mostra preferencial para a Polónia.

Tabela 11.b: Resultados empíricos. modelo empírico 1, Especificações A, B e C - Adesão ao Euro

As especificações dizem respeito à aplicação do modelo empírico 1. Os coeficientes e estatísticas de teste são estimados através do método OLS, método dos mínimos quadrados. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	A		B		C	
	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value
POS_TRAT	0,0006	0,000***				
TRAT					0,0004	0,201
POS_ADES			0,0006	0,001***	0,0007	0,000***
CORR_INDMERC	0,0001	0,213	0,0001	0,248	0,0001	0,225
PIB_ORI	-0,0002	0,000***	-0,0002	0,000***	-0,0002	0,000***
PIB_DST	0,0002	0,422	0,0002	0,401	0,0002	0,433
DIST	-0,0020	0,000***	-0,0020	0,000***	-0,0020	0,000***
CAP_ORI	-0,0011	0,000***	-0,0011	0,000***	-0,0011	0,000***
CAP_DST	0,0008	0,000***	0,0008	0,000***	0,0008	0,000***
INDMERC_DST	-0,0005	0,000***	-0,0005	0,000***	-0,0005	0,000***
C	0,0230	0,000***	0,0227	0,000***	0,0230	0,000***
	R-squared	0,1778	R-squared	0,1776	R-squared	0,1778
	Adjusted R-squared	0,1758	Adjusted R-squared	0,1757	Adjusted R-squared	0,1757
	F-statistic	91,077	F-statistic	90,998	F-statistic	86,536
	Prob(F-statistic)	0,000***	Prob(F-statistic)	0,000***	Prob(F-statistic)	0,000***

Relativamente à adesão à União Monetária, por comparação entre as especificações A e B, não parece haver diferença significativa no facto de se considerar ou não o período entre a assinatura do tratado e a adesão efectiva. Contudo, a terceira especificação, onde a dummy TRAT apresenta p-value de 20,1%, vem evidenciar que, tal como ocorreu para a adesão à União Europeia, o impacto sentiu-se apenas após a adesão efectiva.

A distância, o PIB do país de origem e a capitalização do país de origem, todas com sinal negativo, e a capitalização no país de destino, são os determinantes do investimento nos NEM. Analogamente ao verificado para a adesão à União Europeia, as variáveis correlação de índices de mercado e PIB do país de destino não são estatisticamente significativas.

Dos resultados detalhados na Tabela A4.b no Anexo, observa-se que os coeficientes menos relevantes das dummies de países são agora o Chipre e a Roménia. Há contudo uma diminuição geral da relevância destas variáveis, quando comparadas com os resultados para a adesão à União Europeia. Note-se contudo que todas elas apresentam coeficiente negativo, significando, novamente, que todos estes países vêm o

investimento reduzido quando comparado com o investimento no país de controlo, a Polónia.

Em suma, em resposta às questões de investigação “Q1” e “Q2”, conclui-se existir um aumento efectivo do investimento nos novos países aderentes após a adesão efectiva aos blocos económicos/monetários comuns, ou seja, que as adesões tiveram um impacto positivo no investimento nos NEM.

Modelo empírico 2

Na Tabela 12, relativa à especificação D, a amostra compreende 8025 observações em todas regressões.¹⁶

Tabela 12: Resultados empíricos. modelo empírico 2, Especificações D - Adesão à UE e ao Euro

As especificações dizem respeito à aplicação da expressão geral 1. Os coeficientes e estatísticas de teste são estimados através do método OLS, método dos mínimos quadrados. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	D – União Europeia		D - Euro	
	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value
POS_ADES	-0,0047	0,204	-0,0025	0,781
CORR_INDMERC	-0,0002	0,294	0,0001	0,289
PIB_ORI	-0,0002	0,002***	-0,0002	0,000***
PIB_DST	-0,0003	0,280	0,0000	0,960
DIST	-0,0024	0,000***	-0,0022	0,001***
CAP_ORI	-0,0017	0,000***	-0,0012	0,000***
CAP_DST	0,0004	0,009***	0,0009	0,000***
INDMERC_DST	-0,0001	0,548	-0,0004	0,002***
POS_ADES *CORR_INDMERC	0,0006	0,015***	0,0001	0,879
POS_ADES*PIB_ORI	0,0000	0,648	-0,0001	0,513
POS_ADES*PIB_DST	0,0000	0,755	-0,0003	0,282
POS_ADES*DIST	0,0006	0,001***	0,0011	0,000***
POS_ADES*CAP_ORI	0,0010	0,000***	0,0007	0,002***
POS_ADES*CAP_DST	0,0000	0,808	-0,0005	0,099*
POS_ADES*INDMERC_DST	-0,0003	0,022**	0,0007	0,017**
C	0,0394	0,000***	0,0276	0,000***
	R-squared	0,1849	R-squared	0,1833
	Adjusted R-squared	0,1822	Adjusted R-squared	0,1807
	F-statistic	69,756	F-statistic	69,060
	Prob(F-statistic)	0,000***	Prob(F-statistic)	0,000***

¹⁶ No anexo apresenta-se a Tabela A5 com as dummies dos países não apresentadas (para economia de espaço) nas tabelas que se seguem.

A primeira observação é de que a introdução do efeito pós adesão nas próprias variáveis explicativas veio retirar significância às dummies POS_ADES, passando os efeitos da adesão a ser captados nas próprias variáveis independentes contínuas. Daqui conclui-se que os coeficientes das dummies nas especificações A, B e C estavam a captar o efeito da mudança dos determinantes do investimento no período pós-adesão e pós-tratado. A baixa significância das dummies na especificação D (p-values de 20% e 78%) significa que as alterações estão a ser correctamente captadas pelas variáveis explicativas e de que o modelo está satisfatoriamente especificado.

Relativamente ao período pós-adesão, observa-se que o PIB dos países de origem não tem um efeito diferenciador na justificação do investimento dos fundos de investimento, sendo que o PIB do país de destino não apresenta significância em qualquer período. Ou seja, só o PIB do país de origem parece ser determinante do para o investimento (p-value 0.17%), mas não vê alterado o seu peso diferente como factor explicativo do investimento internacional após a adesão dos NEM à União Europeia e ao Euro.

Interessa também observar que a distância, com valor negativo e maior estatístico t da regressão (-16.8), vê a sua influência corrigida nos pós adesão ($[-0.002363 + 0.000580 = -0.001783]$ para a adesão à UE e $[-0.0002151 + 0.001106 = -0.001045]$ para a adesão ao Euro.

O rácio da capitalização bolsista sobre o PIB, proxy do desenvolvimento dos mercados de capitais domésticos, tal como referido por Wildmann (2011), não sofre alterações no pós-adesão à UE quando se consideram os países de destino. Ou seja, apesar de ser uma variável explicativa, com um coeficiente estimado positivo, esta não altera a sua relação pelo facto de os países aderirem ao espaço económico comum. Já relativamente à capitalização dos países de origem, observa-se que é uma variável explicativa com sinal negativo, mas que vê reduzido o seu efeito no período pós-adesão (-0.001677 no período pré-adesão à UE e $[-0.001677 + 0.000957 = -0.000713]$ no pós-adesão à UE).

Para a especificação relativa à adesão à UE, as variáveis índice de mercado e correlação entre índices de mercado apenas se mostram estatisticamente explicativas no processo de pós-adesão. Coloca-se a hipótese de que, até então, estes investidores não tinham em

conta o comportamento do mercado de capitais dos NEM para inferir da adequabilidade destes países para o seu investimento.

As conclusões a tirar em relação ao processo de adesão ao Euro são em quase tudo semelhantes às anteriores. Não parece portanto que a adesão à união monetária comum, tenham alterado os factores explicativos de investimento. Observe-se a este propósito que o risco cambial já tinha praticamente desaparecido depois da adesão à UE, dado estes países terem indexado as suas moedas ao Euro, no âmbito do mecanismo europeu das taxas de câmbio (ERM-II)¹⁷, que previa a indexação do câmbio das moedas domésticas ao Euro como critério de convergência obrigatório para a entrada na zona monetária comum. Uma pista para investigação futura será identificar para as datas de indexação dos câmbios e avaliar se então existiram impactos nas estratégias de investimento dos fundos.

A variável índice de mercado é significativa em todo o período da especificação para o Euro, passando de um valor negativo na pré-adesão (-0.0004) para um valor positivo na pós-adesão ($-0.0004 + 0.0007 = 0.0003$). Na especificação para a UE, só é estatisticamente significativa para o pós-adesão (-0.0003). A correlação entre índices de mercado só surge como significativa no pós-adesão à UE.

A variável distância geográfica, como proxy de custos de transacção e de assimetria de informação, mostrou-se uma variável explicativa robusta durante todo o horizonte temporal, mesmo após os processos de adesão, tal como previsto por modelos gravitacionais, exemplos de Bun e Klassen (2002), Barr *et al.* (2003), Portes e Rey (2005) ou Lane e Milesi-Feretti (2008). Verificou-se contudo uma diminuição da influência desta variável no pós adesão à UE e ao Euro.

Os resultados do presente estudo, focados exclusivamente nos fundos de investimento sediados na Europa, vão de encontro à evidência encontrada por Roque (2013) que identificou a distância e capitalização do país de destino como os principais indicadores. Em sentido contrário, a dimensão do país de destino, o terceiro indicador destacado nesse estudo e também por Barr *et al.* (2003), surge aqui como uma variável sem poder

¹⁷ Exchange Rate Mechanism 2, ERM-II: é um dos 5 critérios de convergência obrigatórios para a adesão união monetária europeia. Acordado entre os governos e bancos centrais dos NEM e o Banco Central Europeu e os países membros do Euro. É fixada uma taxa de câmbio entre o Euro e a moeda do país. Ao câmbio dessa moeda é permitido flutuar na faixa de paridade central de $\pm 15\%$ sobre a taxa de referência.

explicativo. A correlação entre mercados e a dimensão do país de origem, medida pelo PIB, surgem também neste estudo como duas variáveis explicativas com menor relevância estatística.

Este resultado vai de encontro ao observado por Daude e Fratzscher (2006), Portes e Rey (2005) ou Kalok *et al.* (2004), que encontraram no desenvolvimento do mercado financeiro do país de destino o principal *driver* de investimento no estrangeiro.

Comparando os resultados dos dois modelos aplicados, neste capítulo e no anterior, os resultados sugerem que há de facto um impacto no peso do investimento nas carteiras dos fundos, mas esse impacto dá-se diluído no tempo e não de uma forma abrupta aquando dos processos de adesão.

Em suma, em resposta à questão de investigação “Q3”, os principais determinantes encontrados são de três naturezas distintas: um factor *push*, com sinal negativo, medido na dimensão do país de origem do investimento, um factor *pull*, medido no desenvolvimento do mercado de capitais do país de destino e com sinal positivo, e um factor externo, na forma de distância geográfica entre país de origem e de destino, também com sinal negativo. Tal complexidade e heterogeneidade no *Portfolio Investment* era já identificada por Garibaldi *et al.* (2001).

As principais diferenças encontradas foram nas variáveis Capitalização bolsista do país de origem e Distância, que apresentaram correcções de sinal positivo para os seus coeficientes para o período depois das adesões. Ou seja, para ambas as variáveis, o seu efeito inversamente proporcional no investimento dos fundos nos NEM foi diminuído após a adesão dos países à União Europeia e ao Euro.

5. Conclusão

Através da metodologia de estudo de eventos foi possível verificar que os fundos de investimento europeus parecem não registar, ao contrário do que seria de esperar em face de alguma literatura, um aumento do investimento transfronteiriço em razão do alargamento da zona económica e da zona monetária do Euro.

Da segunda metodologia conclui-se que a adesão à União Europeia e ao Euro alterou os determinantes de investimento dos fundos de investimento europeus nos NEM. Observa-se-se que os custos de informação e transacção, proxy da variável sistância, são forte explicador do comportamento dos fundos de investimento e que a adesão à UE e ao Euro permitiu uma redução efectiva destes custos.

O desenvolvimento do mercado de capitais mostrou-se também como factor determinante para a atracção do investimento dos fundos para os NEM. As observações de Wildmann (2011) sobre a evolução dos mercados de capitais nos NEM e as consequências positivas dessa evolução na atracção do investimento internacional confirmam-se neste estudo relativo aos fundos de investimento. O rácio entre a capitalização bolsista e o PIB, medidor do desenvolvimento do mercado de capitais, sugerido por vários autores e inclusivé por Wildmann (2011), surge neste estudo como o principal factor *pull* de atracção de investimento. Como factor *push*, destaque para o desenvolvimento do mercado de capitais dos países de origem, que afecta negativamente o investimento internacional dos fundos europeus.

Os processos de adesão levaram os fundos de investimento a considerar as oportunidades de investimento nos NEM pelo potencial de retorno e diversificação. Conclui-se contudo que só após adesão efectiva, os fundos de investimento começaram a classificar estes determinantes na avaliação destes mercados.

Como conclusão geral, a adesão à União Europeia e ao Euro, *per si*, não parecem ter induzido a uma aumento do peso do investimento fundos europeus nos NEM, não se podendo concluir que o fenómeno de *Eurobias* se estendeu a estes países. Todavia, a adesão, quer à União Europeia, quer ao Euro, parece ter levado estes investidores

institucionais a alterarem os seus determinantes de investimento nestes novos países aderentes, indo de encontro à evidência encontrada por Pelkmans e Casey (2003), antes destes processos de adesão, que identificaram o efeito de ciclo vicioso positivo do investimento no estrangeiro que melhora progressivamente o ambiente económico desses países e assim alavanca a atractividade a mais investimento internacional.

A principal limitação deste estudo decorreu da impossibilidade de considerar as posições dos fundos com uma actualização inferior à usada, trimestral. Optou-se também por não seccionar a amostra de fundos por dimensão ou estratégia de investimento, opção justificada pela não descrição exaustiva destas características para toda a amostra. Tal seccionamento poderá contudo ser objecto de estudo em trabalho posterior. Outra questão, também para eventual estudo futuro, é a consideração de diferentes datas que tenham em conta potenciais efeitos de antecipação das expectativas de adesão. Esta questão é mais relevante para o caso da adesão à União Monetária, visto que o risco cambial, por diferença de câmbio, estava praticamente extinto após a entrada dos NEM para o pacto ERM-II que obrigou à indexação dos câmbios dos NEM proponentes à adesão ao Euro.

Referências Bibliográficas

- Abiad, A.; Leigh, D.; Mody, A. (2009). Financial integration, capital mobility, and income convergence, *Economic Policy* 24, 241–305
- Adam, K.; Jappelli, T.; Menichini, A. M.; Padula, M.; Pagano, M. (2002). Analyze, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union, *Report to the European Commission*
- Agénor, P. (1998), The Surge in Capital Flows: Analysis of ‘Pull’ and ‘Push’ Factors, *International Journal of Finance and Economics* 3, 39–57
- Ali, F.; Fiess, N.; MacDonald, R. (2010). Do institutions matter for foreign direct investment?, *Open Economies Review* 21, 201–219
- Aviat, A.; Coeurdacier, N. (2005). The geography of trade in goods and asset holdings, *Journal of International Economics* 71, 22–51
- Balli, F.; Basher, S.; Balli, H. (2010). From home bias to Euro bias: Disentangling the effects of monetary union on the European financial markets, *Journal of Economics and Business* 62, 347–366
- Barr, D.; Breedon, F.; Miles, D. (2003). Life on the outside: economic conditions and prospects outside euroland, *Economic Policy*, 517-613
- Bevan, A.; Estrin, S. (2000). The Determinants of Foreign Direct Investment Into European Transition Economies, *Journal of Comparative Economics* 32, 775-787
- Blonigen, B. (2005). A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants, *National Bureau of Economic Research, Working Paper* 1299
- Boone, L.; Maurel, M. (1999). An optimal currency area perspective of the EU enlargement to the CEECs, *Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper* 2119
- Brooks, R.; Negro, M. (2004). The rise in comovement across national stock markets: Market integration or IT bubble?, *Journal of Empirical Finance* 11, 659–680

- Bun, M.; Klaassen, F. (2002). Has the euro increased trade?, *T inbergen Institute Discussion Paper*, 02-108
- Coeurdacier, N.; Martin, P. (2008). The geography of asset trade and the euro: Insiders and outsiders, *Journal of The Japanese and International Economies* 23, 90–113
- Comissão Europeia (2010). Capital flows to converging European economies – from boom to drought and beyond, *Directorate-General for Economic and Financial Affairs*
- Coval, J.; Moskowitz, T. (2001). The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices, *Journal of Political Economy* 109, no. 4
- Dabrowski, M.; Rostowski, J. (2006), “The Eastern Enlargement of the Eurozone”, Springer, Netherlands
- Daude, C.; Fratzscher, M. (2006). The pecking order of cross border investment, *European Central Bank*, Working Paper no. 590
- De Santis, R.; Gérard B. (2009). International portfolio reallocation: Diversification benefits and European monetary union, *European Economic Review* 53, 1010–1027
- Devereux, M.; Yetman, J. (2009). Financial De-Leveraging and the International Transmission of Shocks, *University of British Columbia*
- Ferrucci, G.; Herzberg, V.; Soussa, F.; Taylor, A. (2004). Understanding capital flows to emerging market economies within a push/pull framework?, Bank of England Financial Stability Review June, 89-96
- Fiess, N. (2003). Capital flows, country risk and contagion, *World Bank Policy Research* 2943
- French, K.; Poterba, J. (1991). Investor diversification and international equity markets, *American Economic Review* 81, 222-226
- Friedrich, C.; Schnabel, I.; Zettelmeyer, J. (2010). Financial Integration and Growth: Is Emerging Europe Different?, *European Bank for Reconstruction and Development*
- Garibaldi, P.; Mora, N.; Sahay, R.; Zettelmeyer, J. (2001) What Moves Capital to Transition Economies?, *International Monetary Fund*, Staff Papers 48, 109–45

- Giofré, M. (2008). EMU effects on stock markets: From home bias to Euro bias, *International Research Journal of Finance and Economic*, 15, 128–150
- Goldstein, I.; Razin, A. (2006). An information-based trade-off between foreign direct investment and foreign portfolio investment, *Journal of International Economics* 70, 272–295
- Greenwood, R.; Nagel, S. (2009). Inexperienced Investors and Bubbles, *Journal of Financial Economics* 93, 239–58
- Harvey, C. (1995). The cross-section of volatility and autocorrelation in emerging markets. *Finanzmarkt und Portfolio Management* 9, 13-34
- Hau, h.; Rey, H. (2008). Home Bias at the Fund Level, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 14172
- Herrmann, S.; Mihaljek, D. (2010). The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: new empirical evidence on the spread of financial crises, *Directorate-General for Economic and Financial Affairs*, Occasional Papers no 75
- James, C.; Karcerski, J. (2006). Investor monitoring and differences in mutual fund performance, *Journal of Banking & Finance* 30, 2787–2808
- Jev    , A.; Setzer, R.; Suard, M. (2010). Determinants of Capital Flows to the New EU Member States Before and During the Financial Crisis, *Directorate-General for Economic and Financial Affairs*, Economic Papers 425
- Kalemli-Ozcan, S.; S  rensen, B.; Yosha, O. (2003). Risk sharing and industrial specialization: Regional and international evidence, *American Economic Review* 93, 903–918
- Kalok, C.; Covrig, V.; Ng, L. (2004). What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide, *The Journal of Finance*, Vol.60(3), 1495-1534
- Karhonen, I.; Fidrmuc, J. (2001). Similarity of demand and supply shocks between the Euro area and the accession countries, *National Bank of Austria*, Focus on Transition 2, 26-42

- Kraus, T. (2001). The impact of the euro on the return structure of European equity markets, *Financial Markets and Portfolio Management* 15, 287–308
- Krugman, P. (2008). The International Finance Multiplier, *Princeton University*
- Lakonishok, J.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1992). The structure and performance of the money management Industry, *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 339–390
- Lane, P. (2005). Global bond portfolios and EMU, *European Central Bank*, Working Paper no. 553
- Lane, P.; Milesi-Ferretti, G. (2008). International Investment Patterns, *The Review of Economics and Statistics* 90, Agosto, 538-549
- Levchenko, A.; Mauro, P. (2007). Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops?, *International Monetary Fund*, WP 202
- Li, Q.; Resnick, A. (2003). Reversal of fortunes: Democratic institutions and foreign direct investment inflows to developing countries, *International Organization* 57, 175–211
- Lopez-Cordova, E.; Meissner, C. (2000). Exchange-rate regimes and international trade: evidence from the classical gold era, *University of California, Berkeley, Center for International and Development Economics Research*
- Martin, P.; Rey, H. (2004). Financial super-markets: size matters for asset trade, *Journal of International Economics* 64, 335–361
- McCallum, J. (1995). National borders matter: Canada-US regional trade patterns, *American Economic Review* 85, 615-623
- McQueen, G.; Stenkrona, A. (2012). The home-institution bias, *Journal of Banking & Finance* 36, 1627–1638
- Micco, A.; Stein, E.; Ordóñez, G. (2003). The currency union effect on trade: early evidence from EMU, *Economic Policy*, 315-366
- Mitra, P. (2011). Capital Flows to EU New Member States: Does Sector Destination Matter?, *International Monetary Fund*, WP/11/67

- Odonnat, I.; Rahmouni, I. (2006). Do emerging market economies still constitute a homogenous asset class?, *Financial Stability Review* 9, Banque de France, 39-47
- Ozturk, I. (2007). Foreign Direct Investment – Growth Nexus: A Review of the Recent Literature, *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies* 42
- Parsley, D.; Wei, S. (2001). Explaining the border effect: the role of exchange rate variability, shipping costs, and geography, *Journal of International Economics* 55, 87-106
- Pelkmans, J.; Casey, J. (2003). EU Enlargement: External Economic Implications, *Intereconomics July/August 2003*
- Pool, V.; Stoffman, N.; Yonker, S. (2012). No Place Like Home: Familiarity in Mutual Fund Manager Portfolio Choice, *The Review of Financial Studies* 8
- Portes, R.; Rey, H. (2005). The Determinants of Cross-Border Equity Flows, *Journal of International Economics* 65, 269-296
- Serra, A. (2007). Event study tests – A brief survey, *Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão*, Faculdade de Economia da Universidade do Porto
- Rose, A. (2000). One money, one market: estimating the effect of common currencies on trade, *Economic Policy: A European Forum* 30, 7-33
- Roque, V. (2013). *The determinants of international equity and bond investment*, Tese de doutoramento em Ciências Empresariais, Universidade do Minho, 2013
- Wildmann, C. (2011). What drives portfolio investments of German banks in emerging capital markets?, *Financial Markets and Portfolio Management*, 197–231

Anexo

Tabela A1: Variáveis binárias (Dummy)

Da esquerda para a direita, a dimensão que se pretende captar, a variável proxy seleccionada e a sua natureza.

Categoria	Variável	Descrição
País	Bulgaria	Igual a 1 quando país é Bulgária
	Chipre	Igual a 1 quando país é Chipre
	República Checa	Igual a 1 quando país é República Checa
	Estónia	Igual a 1 quando país é Estónia
	Hungria	Igual a 1 quando país é Hungria
	Lituânia	Igual a 1 quando país é Lituânia
	Letónia	Igual a 1 quando país é Letónia
	Malta	Igual a 1 quando país é Malta
	Eslováquia	Igual a 1 quando país é Eslováquia
	Eslovénia	Igual a 1 quando país é Eslovénia
	Roménia	Igual a 1 quando país é Roménia
Processo de adesão à União Europeia	Tratado da UE [TRAT_UE]	Igual a 1 no período entre a assinatura do tratado da União Europeia e a adesão efectiva
	Pós Tratado da UE [POS_TRAT_UE]	Igual a 1 em todo o espaço temporal pós assinatura do tratado de adesão à União Europeia
	Pós Adesão À UE [POS_ADES_UE]	Igual a 1 em todo o espaço temporal pós adesão efectiva à União Europeia
Processo de adesão ao Euro	Tratado do Euro [TRAT_EURO]	Igual a 1 no período entre a assinatura do tratado do Euro e a adesão efectiva
	Pós Tratado do Euro [POS_TRAT_EURO]	Igual a 1 em todo o espaço temporal pós assinatura do tratado de adesão ao Euro
	Pós Adesão ao Euro [POS_ADES_EURO]	Igual a 1 em todo o espaço temporal pós adesão efectiva ao Euro

Tabela A2.a: Janela de temporal 1 - Adesão à União Europeia. Resultados detalhados

No lado direito, média dos pesos anormais, e respectivos desvio padrão e valor t da estatística de teste, para cada país de sede dos fundos. Em baixo, análogo para os países recetores do investimento, os NEM. No canto inferior direito a média das médias dos pesos anormais nos NEM, e respectivos desvio padrão e valor da estatística T de teste. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A estatística t testa a hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. A estatística T testa a hipótese nula de não significância conjunta.

Origem	Destino												Média	Desv.Pad.	t
	Chipre	Estónia	Eslováquia	Eslovénia	Hungria	Letónia	Lituânia	Malta	Polónia	República Checa	Bulgária	Roménia			
Áustria	0,0000%	0,2867%	0,0383%	-0,2011%	0,3121%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,3578%	0,5558%	0,0000%	0,0560%	0,0575%	0,0686%	0,84
Alemanha	0,0000%	0,0037%	-0,0004%	-0,0022%	0,0122%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	0,0087%	0,0103%	0,0000%	0,0006%	0,0027%	0,0014%	1,95**
Bélgica	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0152%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,0054%	-0,0058%	0,0000%	0,0000%	-0,0022%	0,0013%	-1,65*
Dinamarca	0,0000%	0,0350%	0,0000%	-0,0067%	0,0098%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,0621%	0,0130%	0,0000%	0,0000%	-0,0009%	0,0064%	-0,14
Espanha	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0020%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,0023%	-0,0009%	0,0000%	0,0000%	-0,0004%	0,0003%	-1,77*
Finlândia	0,0000%	0,1166%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	0,0006%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0098%	0,0097%	1,01
França	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0154%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,0022%	0,0118%	0,0000%	0,0000%	0,0021%	0,0016%	1,32
Grécia	-0,0229%	-0,0020%	0,0000%	0,0000%	0,0293%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	0,0223%	-0,0001%	0,0000%	-0,0011%	0,0021%	0,0037%	0,57
Holanda	0,0000%	0,0060%	0,0000%	-0,0083%	0,1341%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	0,0476%	0,1148%	0,0000%	0,0000%	0,0245%	0,0141%	1,74*
Irlanda	0,0062%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,1063%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	0,1496%	0,0368%	0,0000%	0,0000%	0,0249%	0,0145%	1,72*
Itália	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0050%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,0074%	-0,0089%	0,0000%	0,0000%	-0,0010%	0,0011%	-0,89
Luxemburgo	0,0000%	0,0014%	0,0028%	0,0000%	-0,0166%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,0234%	0,0023%	0,0000%	0,0000%	-0,0028%	0,0024%	-1,17
Portugal	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0250%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,0004%	-0,0032%	0,0000%	0,0000%	-0,0024%	0,0021%	-1,15
Reino Unido	0,0000%	0,0227%	0,0000%	-0,0049%	-0,0069%	0,0000%	0,0000%	0,00000%	-0,0464%	0,0058%	0,0000%	0,0019%	-0,0023%	0,0045%	-0,51
Suécia	0,0000%	-0,0030%	0,0000%	-0,0001%	-0,0131%	0,0000%	0,0015%	0,00000%	-0,0504%	-0,0142%	0,0000%	0,0094%	-0,0058%	0,0044%	-1,31
Média	-0,0011%	0,0311%	0,0027%	-0,0149%	0,0364%	0,0000%	0,0001%	0,00000%	-0,0219%	0,0478%	0,0000%	0,0045%	Med.Médias	0,0071%	
Desv.Pad.	0,0016%	0,0199%	0,0026%	0,0133%	0,0229%	0,0000%	0,0001%	0,00000%	0,0272%	0,0372%	0,0000%	0,0037%	Desv.Pad.	0,0060%	
t	-0,69	1,57*	1,06	-1,12	1,59*	0,00	1,00	0,00	-0,81	1,29	0,00	1,19	T	1,18	

Tabela A2.b: Janela de temporal 2 - Adesão à União Europeia. Resultados detalhados

No lado direito, média dos pesos anormais, e respectivos desvio padrão e valor t da estatística de teste, para cada país de sede dos fundos. Em baixo, análogo para os países recetores do investimento, os NEM. No canto inferior direito a média das médias dos pesos anormais nos NEM, e respectivos desvio padrão e valor da estatística T de teste. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A estatística t testa a hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. A estatística T testa a hipótese nula de não significância conjunta.

Origem	Destino												Média	Desv.Pad.	t
	Chipre	Estónia	Eslováquia	Eslovénia	Hungria	Letónia	Lituânia	Malta	Polónia	República Checa	Bulgária	Roménia			
Áustria	0,0000%	-0,0413%	-0,1341%	0,1031%	-0,2427%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,4505%	0,4138%	0,0000%	0,0794%	-0,0227%	0,0593%	-0,38
Alemanha	0,0000%	0,0000%	-0,0004%	0,0001%	0,0312%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0119%	0,0145%	0,0000%	0,0088%	0,0055%	0,0028%	1,96**
Bélgica	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0137%	0,0124%	0,0000%	0,0000%	-0,0001%	0,0016%	-0,07
Dinamarca	0,0000%	-0,0188%	0,0000%	0,0000%	0,1922%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,1052%	0,2121%	0,0000%	0,0000%	0,0409%	0,0236%	1,74*
Espanha	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0030%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0035%	-0,0013%	0,0000%	0,0000%	-0,0007%	0,0004%	-1,77*
Finlândia	0,0000%	-0,1322%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0174%	0,0171%	0,0000%	-0,0004%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0082%	0,0114%	-0,72
França	0,0000%	0,0016%	0,0000%	0,0000%	-0,0059%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0133%	-0,0078%	0,0000%	0,0000%	0,0001%	0,0014%	0,07
Grécia	0,0741%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0726%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,1102%	-0,0060%	0,0000%	0,0506%	0,0251%	0,0117%	2,16**
Holanda	0,0000%	-0,0144%	0,0000%	0,0000%	-0,0272%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0432%	0,0303%	0,0000%	0,0000%	-0,0046%	0,0051%	-0,89
Irlanda	-0,0062%	0,0047%	0,0000%	0,0000%	0,0176%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,06778%	-0,0019%	0,0000%	0,0000%	-0,0045%	0,0060%	-0,75
Itália	0,0000%	0,0104%	0,0000%	0,0000%	0,0224%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0058%	0,0093%	0,0000%	0,0000%	0,0030%	0,0022%	1,40*
Luxemburgo	0,0000%	-0,0115%	-0,0056%	0,0000%	0,0377%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0365%	0,0169%	0,0000%	0,0000%	0,0001%	0,0049%	0,02
Portugal	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0022%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0040%	0,0033%	0,0000%	0,0000%	-0,0002%	0,0005%	-0,49
Reino Unido	0,0000%	-0,0008%	0,0000%	-0,0011%	0,0427%	0,0002%	0,0000%	0,0000%	-0,0082%	0,0333%	0,0000%	0,0028%	0,0057%	0,0045%	1,29
Suécia	0,0000%	0,0018%	0,0008%	0,0006%	0,0127%	0,0013%	-0,0001%	0,0000%	0,0008%	0,0150%	0,0000%	-0,0007%	0,0027%	0,0015%	1,75*
Média	0,0045%	-0,0134%	-0,0093%	0,0069%	0,0099%	0,0013%	0,0011%	0,0000%	-0,0262%	0,0496%	0,0000%	0,0094%	Med.Médias	0,0028%	
Desv.Pad.	0,0050%	0,0091%	0,0089%	0,0069%	0,0224%	0,0012%	0,0011%	0,0000%	0,0327%	0,0295%	0,0000%	0,0060%	Desv.Pad.	0,0052%	
t	0,91	-1,47*	-1,04	1,00	0,44	1,09	1,00	0,00	-0,80	1,68*	0,00	1,56*	T	0,54	

Tabela A3.a: Janela de temporal 1 - Adesão ao Euro. Resultados detalhados

No lado direito, média dos pesos anormais, e respectivos desvio padrão e valor t da estatística de teste, para cada país de sede dos fundos. Em baixo, análogo para os países recetores do investimento, os NEM. No canto inferior direito a média das médias dos pesos anormais nos NEM, e respectivos desvio padrão e valor da estatística T de teste. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A estatística t testa a hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. A estatística T testa a hipótese nula de não significância conjunta.

Origem	Destino					Média	Desv.Pad.	t
	Eslovénia	Chipre	Malta	Eslováquia	Estónia			
Áustria	-0,0128%	-0,1058%	0,0000%	0,0000%	-0,0021%	-0,0241%	0,0206%	-1,17
Alemanha	0,0000%	0,0374%	-0,0026%	-0,0002%	-0,0042%	0,0061%	0,0079%	0,78
Bélgica	0,0000%	0,0241%	-0,0016%	0,0000%	0,0000%	0,0045%	0,0049%	0,91
Dinamarca	0,0000%	-0,0152%	0,0000%	0,0000%	-0,0011%	-0,0033%	0,0030%	-1,09
Espanha	0,0000%	0,0013%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0003%	0,0003%	1,00
Finlândia	-0,0041%	-0,0305%	0,0000%	0,0000%	0,0067%	-0,0056%	0,0065%	-0,86
França	0,0000%	0,0037%	-0,0016%	0,0000%	0,0000%	0,0004%	0,0009%	0,49
Grécia	0,0000%	0,7453%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,1491%	0,1491%	1,00
Holanda	0,0000%	0,0287%	-0,0134%	0,0000%	0,0000%	0,0031%	0,0069%	0,44
Irlanda	0,0000%	0,0064%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0013%	0,0013%	1,00
Itália	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,00
Luxemburgo	0,0000%	0,0102%	-0,0007%	0,0012%	0,0000%	0,0021%	0,0020%	1,05
Portugal	0,0000%	0,0055%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0011%	0,0011%	1,00
Reino Unido	0,0000%	0,0471%	-0,0023%	0,0000%	0,0063%	0,0102%	0,0093%	1,10
Suécia	0,0003%	0,0447%	0,0000%	-0,0001%	-0,0037%	0,0083%	0,0091%	0,90
Média	-0,0011%	0,0535%	-0,0015%	0,0001%	0,0001%	Med.Médias	0,0102%	
Desv.Pad.	0,0009%	0,0503%	0,0009%	0,0001%	0,0008%	Desv.Pad.	0,0108%	
t	-1,25	1,06	-1,67*	0,76	0,17	T	0,94	

Tabela A3.b: Janela de temporal 2 - Adesão ao Euro. Resultados detalhados

No lado direito, média dos pesos anormais, e respectivos desvio padrão e valor t da estatística de teste, para cada país de sede dos fundos. Em baixo, análogo para os países recetores do investimento, os NEM. No canto inferior direito a média das médias dos pesos anormais nos NEM, e respectivos desvio padrão e valor da estatística T de teste. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A estatística t testa a hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. A estatística T testa a hipótese nula de não significância conjunta.

Origem	Destino					Média	Desv.Pad.	t
	Eslovénia	Chipre	Malta	Eslováquia	Estónia			
Áustria	-0,0161%	0,1102%	0,0000%	0,0000%	0,0003%	0,0189%	0,0231%	0,82
Alemanha	-0,0004%	0,0253%	-0,0017%	-0,0002%	-0,0001%	0,0046%	0,0052%	0,88
Bélgica	0,0000%	0,0108%	-0,0010%	0,0000%	0,0000%	0,0020%	0,0022%	0,88
Dinamarca	0,0000%	0,0005%	0,0000%	0,0000%	-0,0004%	0,0000%	0,0002%	0,21
Espanha	0,0000%	0,0008%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0002%	0,0002%	1,00
Finlândia	-0,0064%	0,0111%	0,0000%	0,0000%	0,0055%	0,0021%	0,0029%	0,70
França	0,0000%	-0,0051%	-0,0015%	0,0000%	0,0000%	-0,0013%	0,0010%	-1,33
Grécia	0,0000%	-0,1606%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,0321%	0,0321%	-1,00
Holanda	0,0000%	0,0360%	-0,0090%	0,0000%	0,0000%	0,0054%	0,0078%	0,69
Irlanda	0,0000%	0,0137%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0027%	0,0027%	1,00
Itália	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,00
Luxemburgo	0,0000%	-0,0052%	-0,0006%	0,0015%	0,0000%	-0,0009%	0,0012%	-0,75
Portugal	0,0000%	0,0456%	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0091%	0,0091%	1,00
Reino Unido	0,0000%	0,0252%	-0,0018%	0,0000%	0,0019%	0,0051%	0,0051%	1,00
Suécia	-0,0005%	0,0053%	0,0000%	-0,0018%	0,0019%	0,0010%	0,0012%	0,81
Média	-0,0016%	0,0076%	-0,0010%	0,0000%	0,0006%	Med.Médias	0,0011%	
Desv.Pad.	0,0011%	0,0142%	0,0006%	0,0002%	0,0004%	Desv.Pad.	0,0017%	
t	-1,39*	0,53	-1,74*	-0,19	1,56*	T	0,67	

Tabela A4.a: Resultados empíricos. modelo empírico 1. Adesão à União Europeia

As especificações dizem respeito à aplicação do modelo empírico. Os coeficientes e estatísticas de teste são estimados através do método OLS, método dos mínimos quadrados. Para cada especificação, destacam-se no topo os coeficientes, valor da estatística t de teste e probabilidade da hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. Resultados análogos para cada variável aleatória. Em baixo, valor de R-quadrado de ajuste da amostra ao modelo e a estatística f que testa a hipótese nula de não significância conjunta. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	A			B			C		
	Coeficiente	Estat. t	p-value	Coeficiente	Estat. t	p-value	Coeficiente	Estat. t	p-value
DP_TRAT	0,0005	2,3353	0,020**				0,0003	1,4315	0,152
DP_ADES				0,0007	3,4864	0,001***	0,0009	3,6158	0,000***
CORR_INDMERC	0,0001	1,0113	0,312	0,0000	0,1247	0,900	0,0000	0,1252	0,900
PIB_ORI	-0,0002	-5,3901	0,000***	-0,0002	-5,4036	0,000***	-0,0002	-5,4321	0,000***
PIB_DST	-0,0002	-0,7224	0,470	-0,0004	-1,2866	0,198	-0,0006	-1,8375	0,066*
DIST	-0,0020	-2,4076	0,000***	-0,0020	-2,4112	0,000***	-0,0020	-2,4104	0,000***
CAP_ORI	-0,0011	-1,3875	0,000***	-0,0011	-1,3938	0,000***	-0,0011	-1,3981	0,000***
CAP_DST	0,0006	5,2912	0,000***	0,0006	6,0287	0,000***	0,0006	5,3172	0,000***
INDMERC_DST	-0,0004	-2,4652	0,014**	-0,0004	-2,7364	0,006***	-0,0003	-2,3279	0,020**
C	0,0329	4,3930	0,000***	0,0367	5,2432	0,000***	0,0428	5,2213	0,000***
BULGARIA	-0,0022	-2,5005	0,012**	-0,0024	-2,9377	0,003***	-0,0030	-3,2654	0,001***
CHIPRE	-0,0012	-1,1025	0,27	-0,0016	-1,5782	0,115	-0,0023	-2,0595	0,040**
ESLOVAQUIA	-0,0030	-4,9583	0,000***	-0,0032	-5,7645	0,000***	-0,0037	-5,6951	0,000***
ESLOVENIA	-0,0038	-5,1371	0,000***	-0,0041	-5,9338	0,000***	-0,0046	-5,8799	0,000***
ESTONIA	-0,0029	-2,5597	0,011**	-0,0033	-3,1621	0,002***	-0,0041	-3,4595	0,001***
HUNGRIA	0,0004	0,6522	0,514	0,0003	0,5054	0,613	-0,0001	-0,1053	0,916
LETONIA	-0,0027	-2,6448	0,008***	-0,0031	-3,2543	0,001***	-0,0039	-3,5288	0,000***
LITUANIA	-0,0031	-3,7309	0,000***	-0,0034	-4,5301	0,000***	-0,0041	-4,5652	0,000***
MALTA	-0,0038	-3,2457	0,001***	-0,0044	-3,9976	0,000***	-0,0053	-4,1716	0,000***
REP_CHECA	-0,0020	-4,9263	0,000***	-0,0021	-5,4834	0,000***	-0,0024	-5,5899	0,000***
ROMENIA	-0,0014	-2,0633	0,039**	-0,0014	-2,2600	0,024**	-0,0018	-2,6493	0,008***
	R-squared		0,1770	R-squared		0,1777	R-squared		0,178
	Adjusted R-squared		0,1751	Adjusted R-squared		0,1757	Adjusted R-squared		0,176
	F-statistic		90,618	F-statistic		91,046	F-statistic		86,608
	Prob(F-statistic)		0,000***	Prob(F-statistic)		0,000***	Prob(F-statistic)		0,000***

Tabela A4.b: Resultados empíricos. modelo empírico 1. Adesão ao Euro

As especificações dizem respeito à aplicação da expressão geral 1. Os coeficientes e estatísticas de teste são estimados através do método OLS, método dos mínimos quadrados. Para cada especificação, destacam-se no topo os coeficientes, valor da estatística t de teste e probabilidade da hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. Resultados análogos para cada variável aleatória. Em baixo, valor de R-quadrado de ajuste da amostra ao modelo e a estatística F que testa a hipótese nula de não significância conjunta. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	A			B			C		
	Coeficiente	Estat. t	p-value	Coeficiente	Estat. t	p-value	Coeficiente	Estat. t	p-value
DP_TRAT	0,0006	3,5543	0,000***				0,0004	1,2779	0,201
DP_ADES				0,0006	3,3746	0,001***	0,0004	1,2779	0,201
CORR_INDMERC	0,0001	1,2456	0,213	0,0001	1,1561	0,248	0,0001	1,2138	0,225
PIB_ORI	-0,0002	-5,3988	0,000***	-0,0002	-5,3814	0,000***	-0,0002	-5,3965	0,000***
PIB_DST	0,0002	0,8038	0,422	0,0002	0,8394	0,401	0,0002	0,7844	0,433
DIST	-0,0020	-2,4111	0,000***	-0,0020	-2,4120	0,000***	-0,0020	-2,4114	0,000***
CAP_ORI	-0,0011	-1,3729	0,000***	-0,0011	-1,3684	0,000***	-0,0011	-1,3704	0,000***
CAP_DST	0,0008	7,0556	0,000***	0,0008	7,0797	0,000***	0,0008	7,0526	0,000***
INDMERC_DST	-0,0005	-3,5532	0,000***	-0,0005	-3,5121	0,000***	-0,0005	-3,5637	0,000***
C	0,0230	4,3926	0,000***	0,0227	4,3412	0,000***	0,0230	4,4052	0,000***
BULGARIA	-0,0010	-1,4722	0,141	-0,0010	-1,4604	0,144	-0,0010	-1,4750	0,14
CHIPRE	-0,0001	-0,1153	0,908	-0,0001	-0,0872	0,931	-0,0001	-0,1405	0,888
ESLOVAQUIA	-0,0022	-4,9288	0,000***	-0,0022	-4,8256	0,000***	-0,0022	-4,9091	0,000***
ESLOVENIA	-0,0031	-5,5205	0,000***	-0,0031	-5,4656	0,000***	-0,0031	-5,5464	0,000***
ESTONIA	-0,0014	-1,6409	0,101	-0,0013	-1,5740	0,116	-0,0014	-1,6345	0,102
HUNGRIA	0,0012	2,1074	0,035**	0,0012	2,0970	0,036**	0,0012	2,1037	0,035**
LETONIA	-0,0012	-1,5874	0,113	-0,0012	-1,5507	0,121	-0,0012	-1,5835	0,113
LITUANIA	-0,0019	-3,1900	0,001***	-0,0019	-3,1630	0,002***	-0,0019	-3,1977	0,001***
MALTA	-0,0026	-3,0462	0,002***	-0,0025	-2,9894	0,003***	-0,0026	-3,0764	0,002***
REP_CHECA	-0,0015	-4,4964	0,000***	-0,0015	-4,4942	0,000***	-0,0016	-4,5049	0,000***
ROMENIA	-0,0005	-0,8961	0,37	-0,0005	-0,8850	0,376	-0,0005	-0,8830	0,377
	R-squared		0,1778	R-squared		0,1776	R-squared		0,1778
	Adjusted R-squared		0,1758	Adjusted R-squared		0,1757	Adjusted R-squared		0,1757
	F-statistic		91,078	F-statistic		90,998	F-statistic		86,536
	Prob(F-statistic)		0,000***	Prob(F-statistic)		0,000***	Prob(F-statistic)		0,000***

Tabela A5: Resultados empíricos. modelo empírico 2. Adesão à UE e ao Euro

As especificações dizem respeito à aplicação do modelo empírico 2. Os coeficientes e estatísticas de teste são estimados através do método OLS, método dos mínimos quadrados. Para cada especificação, destacam-se no topo os coeficientes, valor da estatística t de teste e probabilidade da hipótese nula de não significância de cada parâmetro estimado. Resultados análogos para cada variável aleatória. Em baixo, valor de R-quadrado de ajuste da amostra ao modelo e a estatística F que testa a hipótese nula de não significância conjunta. (*), (**) e (***) corresponde a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	D – União Europeia			D - Euro		
	Coeficiente	Estat. t	p-value	Coeficiente	Estat. t	p-value
POS_ADES	-0,0047	-1,2696	0,204	-0,0025	-0,2785	0,781
CORR_INDMERC	-0,0002	-1,0494	0,294	0,0001	1,0597	0,289
PIB_ORI	-0,0002	-3,1423	0,002***	-0,0002	-4,8931	0,000***
PIB_DST	-0,0003	-1,0810	0,280	0,0000	0,0505	0,960
DIST	-0,0024	-1,6805	0,000***	-0,0022	-2,4424	0,001***
CAP_ORI	-0,0017	-1,2656	0,000***	-0,0012	-1,4206	0,000***
CAP_DST	0,0004	2,6176	0,009***	0,0009	7,9550	0,000***
INDMERC_DST	-0,0001	-0,6005	0,548	-0,0004	-3,0843	0,002***
POS_ADES *CORR_INDMERC	0,0006	2,4463	0,015***	0,0001	0,1522	0,879
POS_ADES*PIB_ORI	0,0000	-0,4561	0,648	-0,0001	-0,6539	0,513
POS_ADES*PIB_DST	0,0000	-0,3123	0,755	-0,0003	-1,0770	0,282
POS_ADES*DIST	0,0006	3,4888	0,001***	0,0011	3,9963	0,000***
POS_ADES*CAP_ORI	0,0010	5,8867	0,000***	0,0007	3,1225	0,002***
POS_ADES*CAP_DST	0,0000	-0,2436	0,808	-0,0005	-1,6491	0,099*
POS_ADES*INDMERC_DST	-0,0003	-2,2967	0,022**	0,0007	2,3950	0,017**
C	0,0394	5,1271	0,000***	0,0276	5,1977	0,000***
BULGARIA	-0,0026	-3,1045	0,002***	-0,0014	-1,9938	0,046**
CHIPRE	-0,0016	-1,5482	0,122	-0,0010	-1,1001	0,271
ESLOVAQUIA	-0,0035	-5,9905	0,000***	-0,0022	-4,9921	0,000***
ESLOVENIA	-0,0041	-5,8024	0,000***	-0,0032	-5,6157	0,000***
ESTONIA	-0,0035	-3,2575	0,001***	-0,0019	-2,2379	0,025**
HUNGRIA	0,0000	0,0440	0,965	0,0009	1,4980	0,134
LETONIA	-0,0034	-3,5501	0,000***	-0,0015	-2,0433	0,041**
LITUANIA	-0,0036	-4,4885	0,000***	-0,0023	-3,7493	0,000***
MALTA	-0,0042	-3,7037	0,000***	-0,0031	-3,5420	0,000***
REP_CHECA	-0,0022	-5,5108	0,000***	-0,0018	-5,1135	0,000***
ROMENIA	-0,0018	-2,8901	0,004***	-0,0007	-1,1868	0,235
	R-squared		0,1849	R-squared		0,1833
	Adjusted R-squared		0,1822	Adjusted R-squared		0,1807
	F-statistic		69,756	F-statistic		69,060
	Prob(F-statistic)		0,000***	Prob(F-statistic)		0,000***